

2018年 の投資展望

次世代の足音





“ 古人の跡を求めず
古人の求めたる
所を求めよ。

松尾芭蕉



“私達クレディ・スイスは、私達が業界で直面している、重大かつエキサイティングな技術的課題に取り組む一方で、銀行システムの強化を支援することに尽力しております。

私の見解

クレディ・スイスAG 最高経営責任者 (CEO)

ティージェン・ティアム

お客様に2018年版の投資展望をお届けすることができ、大変嬉しく思います。毎年、本誌はクレディ・スイスによる最善の投資関連の分析の一部を総合してご提供しております。私達クレディ・スイスでは常に、グローバルなアプローチをとり、お客様が普段私達にお話しくださる幅広い興味と懸念を反映させております。

ここ1年で、世界の経済活動は大幅に増加し、それに沿った形でリスク資産が好調に推移しました。多くの機関投資家にとって主要な資産である主要国の国債のパフォーマンスは再び貧弱なものとなりました。この基礎的な資産クラスのリターンが回復するには時間がかかるでしょうが、「長期停滞」に関する懸念が鎮静化し、中央銀行が金融政策の正常化に向けて慎重な措置を講じるなか、この回復のプロセスは現在進行しているところです。

上記のリスク資産の強力なパフォーマンスの背景には、米国の政策に不確実性があるなか、とりわけ北朝鮮情勢などの重大な地政学的緊張が存在するという状況が存在しています。欧州に対する懸念は、同地域の成長が期待以上に良好であったために、選挙ポピュリズムは予想されたほどは進展しませんでした。こうしたポジティブなトレンドにもかかわらず、欧州連合 (EU) の根本的な脆弱性のいくつかは完全に解決されていないと私達は感じています。今後数年間は、これまでに獲得されてきた、比較的限られた安定性の強化に焦点を当てる必要があります。特に、成長が確実に持続し、危機リスクが引き続き抑制されるように、欧州における通貨・銀行・資本市場の統合をさらに強化しなければなりません。世界的に、保護

主義の傾向には抵抗しつつ、テロとサイバーセキュリティに関する重要な問題を含む安全保障上の協力を強化しなければなりません。

私達クレディ・スイスは、私達が業界で直面している、重大かつエキサイティングな技術的課題に取り組む一方で、銀行システムの強化を支援することに尽力しております。デジタル化と技術革新の最前線に立つことは、将来世代のクライアント、つまり、いわゆるミレニアル世代の持つ本質的な要求の1つであり、したがって、私たちにとって非常に重要なことです。彼らの期待と関心を測るために、また、他のすべての考慮すべき事項に優先して私達は常にお客様の声に耳を傾けたいと考えていることから、今回のレポートの作成にあたり、私たちはミレニアル世代のクライアントのグループにも参加をお願いしました。

これからの1年が、皆様にとって豊かで充実した年となりますよう心から願っております。

ティージェン・ティアム

目次

04	CEOレター
08	論説
10	2017年のレビュー
12	2018年の重要トピックス
56	2018年の日程表
58	重要事項（投資信託をご購入されるお客様へ）





14

世界経済

- 16 より大きな成長、より大切なおカネ
- 19 スポットライト: 移住
- 22 スポットライト: 景気後退
- 26 スポットライト: 暗号通貨
- 28 地域別の概要

34

特集

次世代投資家が提供する見通し



38

金融市場

- 40 成長が株式を支える
- 43 スポットライト: デフォルト率
- 46 スポットライト: 通貨の影響
- 48 リスクに注意
- 50 2018年のポートフォリオ・チェック
- 52 2018年の投資テーマ
- 55 スポットライト: スーパートレンド

次世代が頭角を現す

マイケル・ストロベック グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー
ナネット・ヘシュラー・フェデルブ インベストメント・ストラテジー部門グローバル責任者

リスク資産の投資リターンが堅調となった1年間に続き、2018年は、持続的な経済成長とより限定的なリターンの年となることが見込まれます。私達は、「次世代」または「ミレニアル世代」が人生の重要な領域における主要な推進力として一層頭角を現すだろうと考えています。

前号「2017年の投資展望」の最も重要なテーマは、社会・世代間の衝突の表面化でした。その中で私達は、今後起こる可能性のあるさまざまな政治的問題と経済政策の課題を取り上げました。当時、圧倒的に大きかったリスクはフランスの選挙で、その結果が欧州連合（EU）と共通通貨の将来に疑問を投げかけるものとなる可能性もありました。幸運なことに、選挙結果は、統合への肯定的な感情を再燃させるものとなったか、少なくとも、欧州連合（EU）の有権者が失望を示した分野の一部に取り組むための、新たなリーダーシップにチャンスをもたらしました。景気循環の明白な改善と相まって、これは、リスク資産（およびユーロ）を大幅に増加させました。多くの投資家が、2017年を例外的に投資収益が好調だった年として記憶する可能性が高いです。

将来に目を向けると、私達の見方では、2018年は、よくミレニアル世代と呼ばれる「次世代」が、多くの経済的、社会的、政治的領域にわたる人間の活動と交流を促進する決定的な原動力となっていく上で重要な前進を遂げる年として人々に記憶されるでしょう。このため、今回の「2018年の投資展望」では次世代の足跡を主な焦点としています。

私達は、成功（あるいは、少なくとも生存すること）を確保するため、最終的に企業が投資のために自分達の潤沢な資金をもっと投入すると考えています。自力成長が困難な場合、企業は合併や買収に頼る傾向があります。もちろん、これには資金調達が必要になるため、企業が負債を増やし、活用することが予想されます。これには債券保有者からの精査が必要となりますが、これは成長にとってプラスに働く可能性が高いです。中央銀行による非常に慎重な「QEexit」（量的緩和策の解除）と共に、わずかに支持的な財政政策のポリシーミックスが追加の支えとなるでしょう。



全体として、2018年は経済成長にとって比較的良好な年になることが期待されます。これは、成長に敏感な資産が良いパフォーマンスをあげるのに役立ちます。しかし、多くの分野でバリュエーションがかなり割高であるため、投資判断は一層正確な分析と非常に規律のある意思決定プロセスに基づいて行われる必要があります。お客様には、いかなる市況においてもポジショニングに関する強力な指針を提供するべく当社が定期的な分析を行っている「クレディ・スイス・ハウスビュー」を信頼のおける見解としていつでもご利用いただけます。本誌の中に、数多くの投資のインスピレーションを見出していただけを願っています。もちろん、当社の投資専門家をご自由にご活用いただき、お客様の投資目標の達成における支えとしてください。

“投資判断は一層正確な分析と非常に規律のある意思決定プロセスに基づいて行われる必要があると私達は考えています。”

ヨーロッパ 回復の1年



1月20日
トランプ米大統領の就任式
ドナルド・トランプ氏が第45代アメリカ大統領として就任。



1月23日
トランプ大統領がTPPから撤退
大統領就任後の初の公式な仕事の1つとして、トランプ米大統領が、環太平洋連携協定（TPP）離脱の大統領令に署名。6月には、地球温暖化対策の国際的枠組みであるパリ協定からも離脱。



2月28日
S&P 500が2017年の最大の上げを記録
米国の大型株で構成されるS&P500指数は、企業収益が予想外の増益となり、プラス成長のトレンドに入ったことから約4%上昇。



3月1日
スナップチャットが新規上場
スナップチャットの上場はハイテク企業の新規株式公開（IPO）としてアリババ集団以来の規模。スナップチャット株の初日の取引は公募価格を44%上回る終値。



3月15日
FRBが利上げを決定
成長データがかなり弱いにもかかわらず、米連邦準備制度理事会（FRB）は、フェデラルファンド（FF）金利の0.25%の引き上げの若干前倒しの実施を決定。続いて6月にも追加利上げを実施。12月に年内最後の利上げの予想。



3月29日
英国がリスボン条約第50条を発動
英国が離脱条件を巡る困難な交渉を開始。



4月1日
ビットコインが追い越し車線に
日本がビットコインを合法的な支払い手段として容認。4月1日から8月末まで、1ビットコインあたりの価格は米ドル建てで344%上昇。



4月23日
フランス大統領選の第1回投票でマクロン氏が首位
エマニュエル・マクロン氏はフランス大統領選の第1回投票で首位に立ち、5月初めの第2回の決選投票での勝利への道を切り開いた。



5月18日
ブラジルでの政治的圧力
ブラジルのミシェル・テメル大統領が収賄罪で起訴され、ブラジルのボベスバ指数は同日に9%下落。



6月8日
英国が国民投票で予想外の結果に
メイ首相は、英国に不利な決着を目指したいEUからの離脱交渉において保守党の基盤を固めるべく解散総選挙の実施を決定した。



6月6日
ユーロ圏の銀行の不良債権処理が進展
スペインのサンタンデル銀行は経営危機にあるスペインのバンコ・ポピュラーを1ユーロで買収、破綻の危機から救済した。



5月12日
世界的なサイバー攻撃
英国の国民保健サービス（NHS）を含む150カ国以上の数十万台のコンピュータがウィルス「WannaCry」に感染。

1.25

1.15

1.05

一月

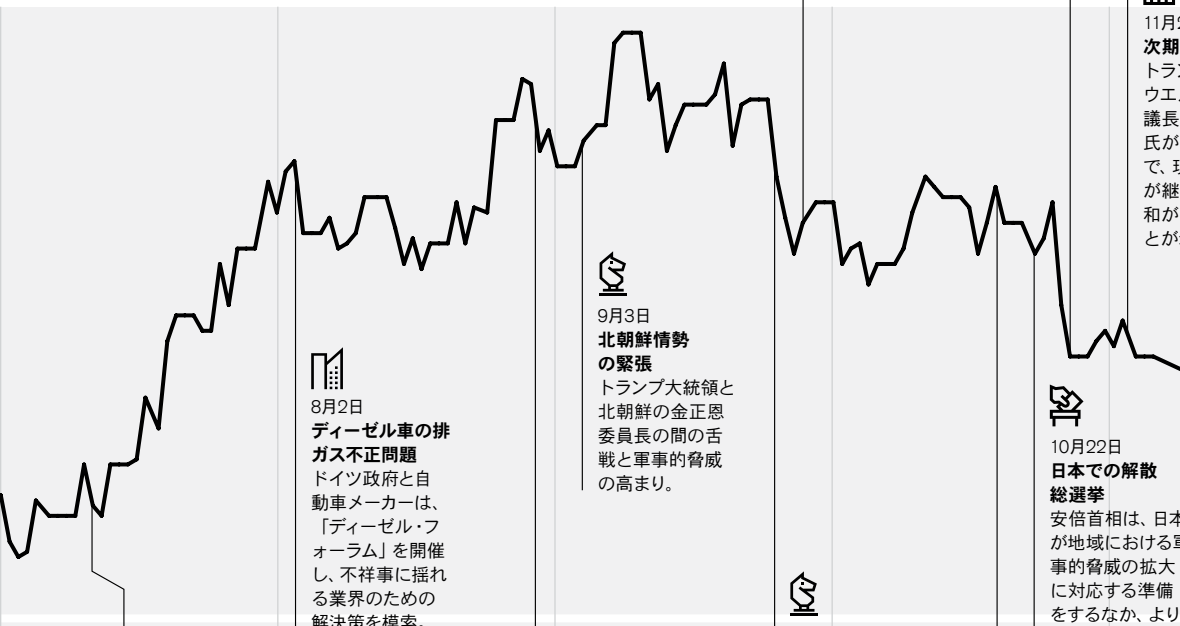
二月






三月

四月

五月

六月



-  政治情勢および世界の安全保障
-  選挙 (大統領選および議会選挙)
-  産業および企業
-  金融および銀行制度
-  エネルギー (石油)

7月10日
ユーロ/スイスフランが1.10に上昇
 2015年1月にスイス国立銀行が1ユーロ = 1.20スイスフランの最低為替レートを撤廃した後で初めて1ユーロ = 1.10スイスフラン以上に上昇。

8月2日
ディーゼル車の排ガス不正問題
 ドイツ政府と自動車メーカーは、「ディーゼル・フォーラム」を開催し、不祥事に揺れる業界のための解決策を模索。

9月3日
北朝鮮情勢の緊張
 トランプ大統領と北朝鮮の金正恩委員長との舌戦と軍事的脅威の高まり。

8月28日
アマゾンがグリーンに
 アマゾンがホールフーズの買収を完了。買収完了日にホールフーズの商品価格を最大43%値下げした。

9月24日
ドイツのメルケル首相が再選を果たす
 この結果、新たな連立政権に関する複雑な交渉が開始された。右派のAfDが初の議席を獲得。

10月18日
中国共産党大会
 中国共産党第19回全国代表大会で、習近平主席に権力集中した体制への移行を確定。

10月22日
日本での解散総選挙
 安倍首相は、日本が地域における軍事的脅威の拡大に対応する準備をするなか、より強い権限を確保した。

11月2日
次期FRB議長を発表
 トランプ米大統領がパウエル氏を次期FRB議長に指名。パウエル氏が指名されたことで、現行の金融緩和政策が継続され、金融緩和が限定的になることが示唆された。

12月15日
米国における債務上限と予算案の期限切れ
 政府資金を枯渇させないために、議会は予算案を承認し債務上限を引き上げる必要がある。適切な予算案が提出されたことから、ともに可決される見込みだ。

11月30日
OPEC総会をウィーンで開催
 石油輸出国機構(OPEC)は減産合意を延長する見通し。

9月27日
欧州鉄道業界の守りの姿勢の巨大合併
 独シーメンスとライバルである仏アルストムは、ライバルの中国中車(CRRC)に対抗できる欧州の巨人をつくるため、鉄道事業を統合すると発表。

10月26日
ECBが緩和縮小の詳細を提供
 欧州中央銀行(ECB)が2018年1月に開始する資産購入の削減の詳細を発表。

2018年 の注目材料

2018年の主要な市場ドライバーは？ここでは、企業の設備投資の増加からミレニアル世代の役割までの6つのトピックスについて再検討します。

設備投資の増加

2009年中、企業が支出と拡大の計画を抑制したため、企業の装置や建物に対する資本支出（設備投資）は減少しました。設備投資はそれ以来ゆっくりと再構築されてきています。景況感と企業収益が高い一方で生産能力が限界に近づくなか、2018年には特に、製造業、情報技術、輸送・倉庫、公共事業において、設備投資が加速すると私達は予想します。投資の増加から全体的な経済成長が押し上げられる一方で、生産性の向上からインフレ圧力は制限されます。この組み合わせは、リスク資産をサポートする要因になります。

もっと詳しく [▶ 18ページへ](#)

QExit（量的緩和の解除）

経済の拡大が続き、設備稼働率が上昇するなか、主要中央銀行による極めて緩和的な金融政策の持続可能性はますます疑問視されるようになっていきます。米連邦準備制度理事会（FRB）が既にバランスシートを縮小している一方、欧州中央銀行（ECB）は2018年中に資産購入を縮小する見通しです。金融の引き締めは、成長の改善が反映される限りにおいて、市場にとって必ずしも悪いことばかりではありません。しかし、量的緩和の解除に向けた各国中央銀行の動きから、通貨・株式市場の両方で大きなボラティリティが生じる可能性があります。私達は各国中央銀行が、2018年の金融市場における好ましいトレンドを引き続き支えつつ、注意深く進めることを期待しています。

もっと詳しく [▶ 27ページへ](#)

M&Aの再燃

世界のM&A活動は、世界経済の強さ、歴史的に高い企業の現金保有水準、いまだ低水準にある資金調達コスト、米国の企業利益還流のための法人税改革案によって促進され、2018年に増加が見込まれています。欧州で地域の旗振り役を生み出すための努力も、もう一つの推進要因となっています。セクターの中では、ヘルスケアは世界で最も強力なM&A活動の見られる分野となる可能性が高いです。金融部門では、合従連衡の圧力が高まり、特に欧州の断片化したセクターでも合併活動が促進される可能性があります。

瞭もっと詳しく [▶ 44ページへ](#)

“世界の買収・合併 (M&A) 活動は、世界経済の強さによって促進され、2018年に増加が見込まれています。”

中国の動向

過去10年の間における顕著な信用拡大により、中国企業の債務水準の高さは、2018年にも引き続き根強い懸念となると見られます。いかなる中国の成長率の低下も、世界経済と市場にとってリスクとなるでしょう。安定と信用の抑制に対する中国の明確な政策バイアスは明るい材料ですが、資産価格、経済、中国人民元のリスクがないわけではありません。2016年に見られたような成長への不安を排除することはできませんが、私たちの基本的なケースでは、通貨の安定性と着実な調整プロセスを予想しています。

もっと詳しく [➤ 30ページへ](#)

投資家の心理

ここ数年見られたように、株式市場が異常な回復力を持って上昇する時、投資家は「ハーディング (群衆行動)」を開始する傾向があります。株式のパッシブ運用は、市場の調整が起きるまでの間は増加する傾向にありますが、一方でリスクの認識は衰退する傾向にあります。投資家は今、金融環境に対し油断しているのでしょうか？目覚ましい株価上昇にもかかわらず、景況感調査によると、コンセンサスは引き続き株式に対してかなり慎重で、通常とは違って大多数の意見が事実上中立であることが示されています。株式を購入するのに最適な時期は、他の人が不安を抱いている時、というのは本当かもしれませんが、市場の緊張が解けた途端に売るべきだという意味ではありません。

もっと詳しく [➤ 40ページへ](#)

ミレニアル世代の足跡

これまでで最大の世代のひとつであるミレニアル世代は、消費者、投資家、トレンドセッターとして成熟しつつあります。持続可能性、クリーンエネルギー、インパクト投資などのテーマを重視するミレニアル世代は、投資家に新しい機会を提供しています。2018年には、太陽光、風力およびエネルギー貯蔵システムなどの再生可能エネルギーが、明るい見通しを提供すると私達は見ています。対照的に、ミレニアル世代がオンラインショッピングを好む傾向から、伝統的な小売業が引き続き圧迫されることが予想されます。

もっと詳しく [➤ 34ページへ](#)

世界 経済



概要

設備投資と財政政策が成長継続のけん引役に

近年、低金利により多くの国で不動産投資ブームが促進された一方で、雇用と消費が成長の鍵を握ってきました。しかし、企業の設備投資はかなり抑制されていました。全体的な成長見通しが堅調に推移し、景況感が高まり、労働需給が引き締まったものの、収益性の高さから、設備投資は今後主要な成長ドライバーになると私達は見ています。特に、米国とドイツの減税と若干の財政緩和が成長に拍車をかけるでしょう。世界貿易の伸びの加速が、保護主義の傾向を上回る可能性が高いです。

基本的見通しは「低インフレ」だが若干の上昇のリスクも

「ギグ・エコノミー」、つまり、労働者が柔軟に一時的なサービスを提供する労働市場のような、デフインフレを促す構造的な力が依然として残っています。小売業などの特定の分野では、インターネットが価格の透明性を高め、利益率を圧迫しています。さらに、インフレ期待は概して低水準にとどまっています。最後に、世界の数多くの産業は依然として過剰生産能力に苦しめられています。それにもかかわらず、米国、ドイツ、日本を含むいくつかの国では労働市場が逼迫しているため、賃金の上昇によって価格の上昇がやや速められる可能性もあります。追加のリスク要因として挙げられるのは、コモディティ価格の予想外の上昇です。

各国中央銀行が流動性を減少させる

2017年10月に、米国連邦準備制度理事会（FRB）はバランスシートの縮小に着手しました。2018年内には欧州中央銀行（ECB）など各国中央銀行が資産購入を巻き戻す予定です。したがって、2018年後半には、主要中央銀行のバランスシートは全体的に縮小し始めるでしょう。2018年中には、数多くの主要中央銀行が、FRBに続いて金利を上昇させる可能性が高いです。新興市場では、金融緩和政策の終了段階が近づいています。したがって全般的に、世界の金融政策は、明白に緩和策ではない方向へ転換するでしょう。

より大きな成長、 より大切なおカネ

先進国と新興国の両方が同時に景気回復を享受しているため、世界経済は2018年も引き続き堅調に成長するでしょう。企業による設備投資は、成長の推進要因として一層重要性を増すでしょう。インフレ率はさほど上昇しない可能性が高いですが、各国中央銀行は、経済成長の好転に対応して流動性を減少させ、金利を引き上げるでしょう。

2017年には、世界金融危機以降で初めて、世界のほぼ全域で経済成長率が予想外に上昇しました。最も予想外の成長を見せたのは、以前は地域の成長の足を引っ張っていた国々が、高成長の国々と足並みを揃えた大陸欧州でした。ここ1年間で成長率が6.5%超の水準に戻ったことから、中国の成長に対する悲観的な見方も根拠のないものだったことが示されました。最後に、既に景気サイクルが拡大しているにもかかわらず、米国の経済成長は実際

“高い収益性と引き続きサポータティブな資金調達条件は、2018年の設備投資の支えとなるでしょう。”

に年末に向かって加速しています。インフレ率が予想外に低下しがちだったため、明確な金融緩和政策が概ね継続されました。中央銀行の中では唯一FRBが1回以上の利上げを実施した一方、他の先進国の中央銀行の大半は引き続き様子見の姿勢であり、多くの新興市場はインフレ率の低下に対応して金利を大幅に引き下げることができました。経済と利益の成長の加速と相まって、金融緩和政策は、株式やその他のリスク資産からの利益の好調さを支える強力な背景となりました。

2018年には好循環が強まり貿易が拡大する

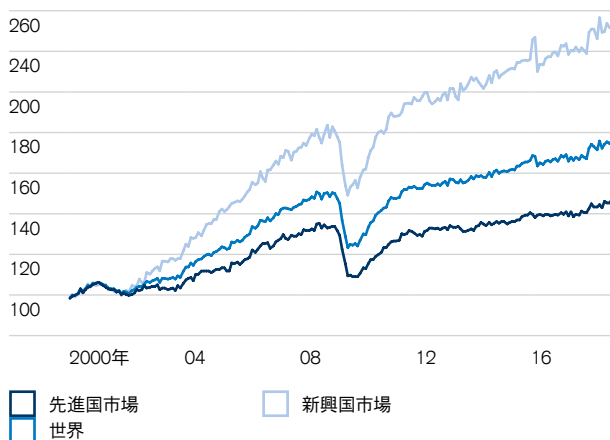
主要な地政学的な危機や「テールリスク」の発生を除いて、私達は、2018年の世界の成長が非常に堅調に推移し、さらに加速する可能性すらあると考えています。特に追加の刺激策と組み合わさった雇用と賃金のプラスのモメンタムなど、既存の成長の推進要因は、従来よりも緩和的でない金融政策、若干タイト化する信用状況、そしてコモディティ価格の多少の上昇などの抑制要因を上回っています。さらに、2018年は、先進国と新興諸国の景気拡大の好循環さらに強まる可能性があります。

これは、国際貿易量のさらなる回復に反映されるはずで（図表参照）。金融危機以前に強く拡大したものの、危機以降は低迷してきた新興国間の貿易の成長は、再びまちなちの結果となるでしょう。ブラジル、ロシア、中東の

石油輸出国を含む主要コモディティ輸出国（重要な消費財輸入国でもある）の回復は、この傾向に寄与する可能性があります。さらに、設備投資の強化は、特にアジアからのITハードウェアの輸出の強化につながるでしょう。日本、ドイツ、スイスなどの主要な機械輸出国や、トルコやメキシコなどの耐久消費財の大型輸出国も利益を得るでしょう。「リショアリング」（製造拠点の国内回帰）や3Dプリンタなどの開発は、消費財を中心とした世界貿易の成長トレンドが横ばいになったことを示唆している可能性がある一方、景気循環に前向きな力が支配的になりそうだと私達は見ています。同様に、米国の政権が引き続き保護主義に焦点を当てる可能性が高い一方で、実際の保護主義的措置は、米国の消費者や企業に害を及ぼさないように制限される見込みで、世界貿易の回復に対する深刻な脅威とはならないでしょう。

世界の貿易の回復

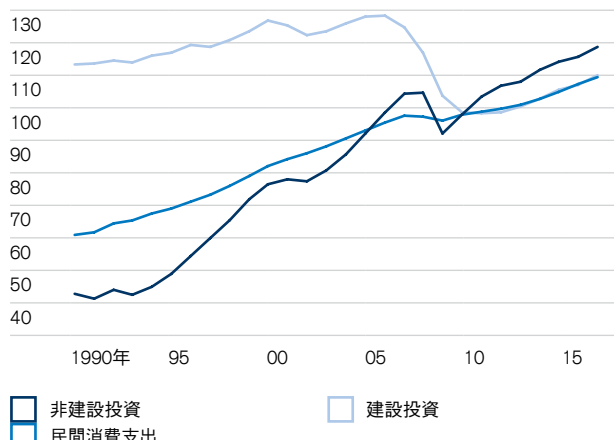
貿易量指数、3ヶ月移動平均
(2000年1月 = 100)



出所：CPB World Trade Monitor, Credit Suisse
最終更新日：2017年7月

投資サイクルは回復中

19主要工業国の消費と投資額、
GDP加重指数 (2010年 = 100)



出所：AMECO, Datastream, Credit Suisse
最終更新日：2016年 (2017年は予想)

より顕著な設備投資の回復

金融危機以降、先進国における資本支出（設備投資）は、極端な低金利にもかかわらず非常に低迷してきました。この弱みの原因となってきたのは、さまざまな産業における過剰設備の異常な大きさと、特に莫大な投資が行われてきた鉱業で最も顕著です。一方、金融危機とその後の一連の経済ショック、特にユーロ圏危機は、経済見通しの一般的な不確実性を高め、ビジネスリーダーや企業家の「アニマルスピリッツ」を弱めてきました。最後に、銀行に対するバランスシート再構築の圧力は、特に企業部門への信用供与を制限してきました。

私達の見方では、設備投資を抑制する要因の大部分が今はもう消失しています。実際、設備投資の伸びは2017年に既に加速しています。また、2018年にはさらなる加速があると私達は見ています。なぜなら第一に、ほぼすべての国で全体的な企業景況感が非常に堅調に推移している一方で、収益性は高く、企業が抱える過剰な現金は活用される時を待っています。さらに、労働市場がタイト化し、特に高度熟練労働者などの賃金上昇が継続するなか、企業の資本ストック更新のインセンティブは高まる可能性があります。一方、資金調達環境の引き締めのスピードが、設備投資の増大を妨げるほど速くなることは考えにくいと私達は見ています。それでも、（実質の）設備投資の増大に対する構造的な逆風がいくらか残っている可能性があります。とりわけITなど、多くの資本財がより軽量かつ安価になったという事実は、追加支出の必要性を抑制するかもしれません。逆に、急速な技術革新によって、設備投資へのニーズは高まったままになっています。

建設活動の増加はごくわずか

全体的に、設備投資を支えている景気循環に前向きな力が、大半の先進国と主要新興国において支配的になると私達は考えており、これが私達の成長見通しを楽観的なものとする主要な理由です。さらに、高水準の設備投資は、先進国全体において予想外かつ長期的に低下している生産性向上を逆転させるのに役立つでしょう。これは、物価上昇圧力を弱める一方で、賃金上昇と消費者支出の拡大につながる可能性があります。

“ユーロ圏周縁国のような足を引っ張っていた国々が回復するため、信用の伸びが世界的に加速すると私達は予想します。”

建物への投資は、金融危機以前のブームの主要な推進要因でしたが、その後、景気後退の大きな要因となりました。今後は、国によって大きな差があり、また穏やかではあるものの、建設活動によるプラス成長への寄与が世界的に見込まれます。例えば中国、オーストラリア、カナダ、スウェーデン、スイスなど、金融危機以降、同セクターが急激な成長を遂げている国では、過剰生産能力の拡大が成長を抑制する一方、米国をはじめとする他の国では堅調に推移するでしょう。

スポットライト: 移住 規模と原因と影響

多くの国で移民が世論を二分する政治問題となっています。冷静な考え方が論争の解消に役立つ可能性があります

2000年から2015年間の国際的な労働力の移動の増加は、世界金融危機によって一時的に後退したものの、人口増加率（20%）を大幅に上回る43%となりました。外国人居住者数で見ると、移住先の上位国を見ると、引き続き米国（46.1百万人）がトップとなっています。人口に対する比率で見ると、湾岸諸国、シンガポール、スイスが上位となっています。南南移住（全体の38%）は南北移住（同34%）よりも若干多いものの、発展途上国では国内における農村から都市への移住が最も多くなっています。中国だけでも、都市部で働く農村出身者の数は、1980年代後半の1,500万人から増加して、現在は2億人以上となっています。国際移住者の教育レベルは、移住先によって大きく異なります。EUやスイスなど先進国では、高学歴な人材が移住者の約60%を占めています。難民と亡命希望者は、全体の7%に過ぎず、政治的紛争および武力衝突の発生状況によってその数は大きく変化します。主に法的規制のために、移住者のうち、移住後の最初の2年間で就業している人々の割合は平均でわずか20%~30%です。

移民と経済成長

移民は急速に成長している国々に引き付けられ、さまざまな技能の仕事を担い、消費者層を増大させることで成長に貢献します。移民が一人当たり国民所得の伸びをどの程度押し上げるかはあまり明確ではありません。移民の出身国側では、移民による人口流出によって貧困を削減できるかもしれませんが、熟練労働者を失うこと（「頭脳流出」）は経済的に著しい損失となる可能性があります。これは送金によって部分的に相殺されるかもしれませんが、移民による年間の送金額は4,410億米ドルと推定されており、政府開発援助の約3倍にのぼります。

移民と人口動態

移民の年齢が通常、受入国の国民よりも若いことから、移民によって人口統計は改善されます。急速な高齢化の進むいくつかの先進国（イタリアなど）では、移民は現在、人口増加の唯一の要因となっています。スイスでは、「出生超過」（自然増）があるにもかかわらず、純移民流入は人口増加の85%を占めています。しかし、移民の流入によって人口の高齢化が逆転する可能性は非常に低いです。

移民と労働市場と公共財政

移民を巡る論争の大半は、移民が雇用と賃金に及ぼす影響に関するものです。移民は経済成長と雇用の全体と互いに関連しているため、明確な証拠を見出すことは困難です。しかし、移民が地域住民と激しく競合する分野では、少なくとも一時的に賃金が低下するという証拠がいくつかあります。社会的便益があまりにも手厚い場合、地域住民と比べて、移民の失業率が高くなり、また失業率上昇のスピードも速くなる傾向があります。労働市場と統合政策の詳細が大きな違いをもたらす可能性があります。全体として、移民が受ける給付やサービスよりも、移民による税金や社会保障を通じた公共財政への寄与の方が高くなっています。

私達が予見する漸進的な金融政策の引き締めによって、信用の伸びが大幅に抑制される可能性は低く、むしろ、引き締めによって銀行の信用が高められる可能性すらあります。

再レバレッジが拡大

近年、信用の伸びの低迷は、いくつかの先進国および新興国の成長を抑制している主要な要因となっています。例えば、ユーロ圏の「周縁国」の銀行では不良債権比率が高くなっており、信用供与能力が制限されています。ブラジルなど、いくつかの財務的に弱い新興国では、デレバレッジの圧力も高くなっていました。逆に、信用の伸びは、他の多くの国々で堅調に拡大しています。最も極端な例は中国で、特に国有企業などへの政府主導の信用供与が近年急増してきました。一方、一般的に不動産購入の資金調達を目的とした家計への信用供与は、米国、英国、オーストラリア、北欧諸国、スイスなどの国々で堅調に拡大しています。特に米国などでは、自動車ローンや学生ローンなどその他の形態の消費者金融も強く成長しています。

今後も、設備投資の増大または株式買戻しや買収合併などのその他の企業取引のための資金調達を目的とした社債発行が増加する一方で、銀行の信用の伸びに関してユーロ圏周縁国など足を引っ張っていた国々が回復するなか、信用の伸びが世界的に拡大すると私達は依然として予想しています。特に欧州などでの銀行の統合も、信用の伸びの支えとなるでしょう。我々が予見している漸進的な金融引き締めが、信用の伸びを大きく抑制する可能性は低いです。実際、若干の金利上昇は銀行の収益性の支えとなるため、銀行の信用を高めさせる可能性があります。一方で、不動産市場の自然な減速または与信拡大を抑制しようとする当局の努力のために、中国やスイスなどの特に成長が堅調な一部の市場では、信用の伸びは減速するでしょう。

追加刺激策としての財政政策

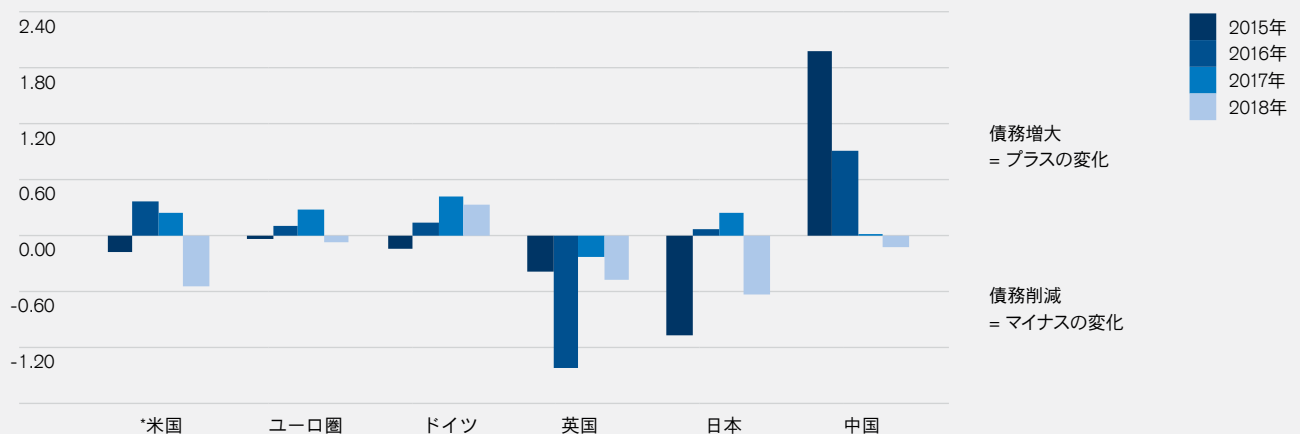
2018年におけるもう一つのプラス成長の推進要因は、その規模はおそらく限定的ながら、財政政策になる可能性があります。ユーロ圏は、刺激策はよくても全体としてわずかなものとなる可能性が高いものの、ドイツではかなり大幅な財政政策の緩和が見込まれています（図表参照）。ドイツの財政状況が非常に強いことを考えると、ドイツ政府は、限定的な減税と、インフラ、教育、そして研究開発に対する支出増の組み合わせを選択する可能性が高いです。他の大半のユーロ圏諸国では、財政状況の弱さから、依然として決定的な財政緩和は容認されないでしょう。構造的財政赤字が依然として高水準にある英国では、数年前の計画ほど厳格ではないものの、それらを抑制する努力が継続されるでしょう。日本の財政支出の見通しはやや不透明ですが、依然として大きい赤字と債務拡大を抑制する努力から、中立から若干制限的なスタンスが示唆されています。この地域における国際的な緊張を考慮すると、長期的には防衛費が拡大する可能性があります。一方、中国政府は近年の膨大なインフラ計画の後で、財政拡大の抑制を継続することが予想されま

す。他の大半の新興市場は、世界の投資家の信頼を維持するために、財政支出を制限しなければならなくなる傾向があります。

米国に関しては、本誌執筆の時点で、法人税の若干の削減と収益の本国還流に対する一時的な減税の可能性が高いように見えます。しかし、企業への減税が企業投資とGDPの成長に及ぼす影響は、一般的に非常に限定的なものと思われています。個人所得税の減税幅は若干拡大されるでしょう。2018年11月の米国の中間選挙に向けて、政治家にとって、そのような減税を容認する誘惑は大きいです。とはいえ、予算の長期的な中立性を保つための（完全な拘束力はないものの）規定の要件から、そのような減税の程度は制限されるでしょう。全体として、米国の財政政策は、2018年に若干の拡大に転じる可能性があります。米国経済が既にフル稼働していることを考えると、これはインフレと金利の上昇リスクを意味しており、したがって、資産価格に対するリスク要因となります。

主要国財政指標の変化は多様である

景気循環調整後のプライマリーバランス（潜在GDP比、%）。



出所: International Monetary Fund, Credit Suisse
 最終更新日: 2016年 (2017年および2018年は予想)
 *注: 2018年の予想には議会で審議中の減税は含まれていない

スポットライト: 景気後退

景気後退を予測 する(しようと試みる)方法

当社の主要なマクロシナリオは、継続的な経済拡大を予想しており、これに基づき、私達はリスク資産に対して引き続き肯定的な見方をしています。しかし、もちろん、我々は景気後退について警戒し続ける必要があります。景気後退が起きる可能性を評価するには、どのようなツールが役立つでしょうか？

- **成長が長く続くほど、リスクは高くなる？**景気拡大期が長く続くほど景気後退のリスクが大きくなると考える人がいるかもしれません。しかし学術研究によると、例えば米国で、景気拡大の期間が長いほど翌月に景気後退に陥る可能性が増加するという証拠は存在していません。したがって、現在の米国の景気拡大が既に史上2番目に長いものになっているということ自体は、不安材料にはなりません。
- **経済のモメンタム？**景気後退は、2四半期連続で経済活動(GDPによって集計される)がマイナスとなることと定義されます。景況感および消費者信頼感と新規受注などの一部の経済データは、GDP自体より早く発表されます。しかし、そうしたデータはすぐに逆転する可能性があります。したがって、景況感などのデータに基づく景気後退予想は、信頼性に問題があります。
- **経済の不均衡！**景気後退は、典型的に、「バランスの取れていない」経済を何らかのショック(概して金融政策の変化)が直撃するときに発生します。クレディ・スイスの景気後退モデルは、過剰な水準の個人消費と企業債務が主要な不均衡として含めており、金融政策がどれほど「通常」から乖離しているかを評価します。今後12ヶ月間に米国が景気後退に陥る可能性は非常に低いと考えられます。
- **金融市場の合図！**投資家が景気見通しを継続的に評価していることから、資産価格が景気後退の予測に役立つ可能性があります。利回り曲線の平坦化と信用スプレッドの拡大は、景気後退リスクの合理的な指標となるようです。ニューヨーク連邦準備銀行の市場ベースの景気後退確率モデルによると、今後12ヶ月間に米国が景気後退に陥る可能性は現在10%ですが、FRBによる大規模な資産購入(量的緩和)によってこうしたモデルの予測力が低下した可能性があります。

インフレ: ディスインフレの構造的な影響がまだ残っている

世界金融危機以来の大幅な経済拡大にもかかわらず、先進国のインフレは中央銀行の目標を大きく下回っています。賃金上昇率の低迷と低インフレの長期化が最大の驚きとなった米国では、主要な失業率の統計値が、かつてはインフレ率が上昇する臨界値と見なされていた水準をはるかに下回っています。他の国では、特にドイツなどにおいて、2017年までは力強い成長が通貨安を伴ったこともあり、インフレ率が押し上げられるはずだったために、低インフレの長期化は予想外でした。

ディスインフレに寄与する構造的要因は数多くあります。これには、世界、国、そして地域レベルでのモノ・サービスの激しい競争、価格の透明性を高め、寡占を弱め、市場参入を容易にするインターネットベースのサービスの普及、また、特定の労働市場のセグメントと賃金構造に圧力をかけるデジタル化やロボティクス、柔軟な「ギグ・エコノミー」、労働市場の規制緩和に向けた政府による慎重な努力、そして、長期にわたる労働組合組織の弱体化が含まれます。重大な保護主義的措置がない場合は、こうした構造的要因はそのまま残されると私達は考えます。

米国の労働需給のひっ迫は賃金が上昇に転ずることを示す

それにもかかわらず、特に景気の回復が進んでいる国々では、2018年中にインフレ圧力が景気循環的に若干高まる可能性が高いです。ここで、労働需給のひっ迫は賃金の伸びの加速につながるはずであり、これによって価格上昇率はいくらか加速するでしょう。米国では、金融危機の最中に失業で最も苦しんだ非熟練労働者や低賃金労働者の多くが景気回復期に徐々に労働市場に戻ってきたことが、賃金インフレ率を明確に抑制してきました。この労働力の供給余力が枯渇するにつれ、従来の失業と賃金上昇の間の関係が再びはっきりと現れてくるでしょう。医療費や家賃の上昇率の低下などの特殊要因も、消滅する可能性があります。最後に、議会が大幅な減税を承認すれば、景気過熱のリスクとインフレ圧力が上昇するでしょう。

景気回復の幅がさほど大きくなく、均一でもない欧州の多くの国において、景気循環型インフレのリスクは明らかにより低くなっています。しかし、欧州においても、インフレ率は徐々に上昇し続けるでしょう。新興市場では、金融政策の長期的スタンス、通貨の強さ、景気循環の状態によって、見通しは各国で大きく異なります。しかし、全体として、新興市場でもインフレ率が顕著に低下した時期がもう過ぎている可能性は高いです。

世界的にデysinフレは過去のものとなった

GDPが依然としてトレンドを下回る、いわゆるGDPギャップが依然として世界的に存在することが大半の予想によって示唆されていますが、特に鉄鋼部門などの様々な分野において、余剰生産能力を削減して価格設定力を再び確立するための努力が進められていることは明白です。中国の生産者物価指数の上昇が決定的にプラスに転じたという事実は、そうした結果の一つです。私達はまた、一部のテクノロジーセクターで価格が上昇し始めていることにも注意しています。これは、「ニューエコノミー」のセクターにおいても、供給が無限に弾力的というわけではないことを示唆しています。私たちの見解では、明白なデysinフレ期の大部分は過去のものとなっています。

最後に、インフレ予測に関する2つの具体的な不確実性について私達は強調するべきでしょう。第1に、我々が概説した強力な成長の予想図は、コモディティ価格とインフレに関するいくつかの世界的な上昇リスクの存在を示唆しています。第2に、可能性は低いものの、保護貿易主義的なレトリックから実際の行動への移行は、関税が課されている国やセクターに価格ショックをもたらすでしょう。とはいえ、保護主義的措置がもたらすより重要な影響は、世界的な成長への期待を徐々に弱めることでしょう。それは信頼感を傷つけ、またリスク資産の市場を傷つけるため、本質的にデフレ的なものとなります。

より多くの中央銀行が金融政策正常化に向かう

かつてないほど多くの異例の措置が何年にもわたって政策手段に追加され続けてきましたが、2017年は、金融政策の正常化がより広範に開始された年となりました。特にFRBは、金利をより速いペースで引き上げ、満期を迎えた債券を再投資する比率を下げることで、バランスシートを縮小し始めました。2018年に目を転じると、FRBが2つの政策引き締めを続ける可能性が非常に高く、3回の利上げが予想されます。そのうちの2つ目の

政策であるバランスシートの縮小は加速する予定です。一方、ECBは、資産購入のペースを減速させ、おそらく2018年内に終了させると発表しました。その他の中央銀行においても、特にカナダ銀行およびイングランド銀行などは2017年に金利の引き上げを既に開始しています。一方、スイス国立銀行は、2017年半ばにスイスフランの上昇圧力が弱まったことで更なる外貨購入の停止が可能になり、バランスシートの拡大を事実上終了しています。

2018年の焦点の多くは、中央銀行がバランスシート拡大のペースを落とし、そして完了させることになる一方で、多くの中央銀行は非常に慎重にはあるものの、利上げも開始する可能性があります。世界経済が同時に拡大する段階にあることを考えると、FRBが金利上昇について熟考していた2015年と2016年前半とは対照的に、バランスシート拡大の完了から利上げ開始までの期間は米国の場合よりも短くなる可能性があります。

ECBは、バランスシートの拡大を完了させた数ヵ月後、2019年になって初めて金利引き上げを開始する可能性があります。スウェーデン国立銀行がもっと早くマイナス圏からの利上げを開始する可能性はありますが、他の大陸欧州の中央銀行の大半はおそらくECBの先導を待つでしょう。スイス国立銀行は、スイスフラン安がより顕著になった場合にのみ利上げを実施するでしょう。日銀は、量的緩和策を継続しながら金利を変更させない唯一の主要中央銀行となる可能性があります。量的緩和のペースは低下するでしょう。最後に、新興市場では、金利水準はインフレ見通しと通貨の強さによって変化します。しかし、ブラジル、アルゼンチン、ロシア、あるいはメキシコなどの例外を除いて、主要中央銀行が反対方向に動くにつれて、金利引き下げの幅は狭くなります。

明白なディスインフレーション期の大部分は過去のものとなっています。

利上げは成長への脅威となるか？

これは2018年にはさほど当てはまらないことかもしれませんが、長期的な問題として重要なのは、中央銀行が実際に利上げを進める度合いでしょう。言い換えれば、金利の上昇がそこを超えると金融政策が抑制的なものとなり、景気後退のリスクが増大するような、いわゆる中立的な金利、あるいは自然利子率は何%なのか、ということです。中立的な実質金利の長期的な決定要因の重要な部分は、生産性の伸びと人口動態によって決定される長期的な経済成長率であると考えられています。この長期的な経済成長率の予想は、過去数年にわたりかなり低下しています。米連邦公開市場委員会（FOMC）の最新の中央値は、米国の中立金利を2.75%と推定しています。インフレ率が目標の2%に達すると予想されるなか、実際の均衡フェデラルファンド金利はわずか0.75%に過ぎません。

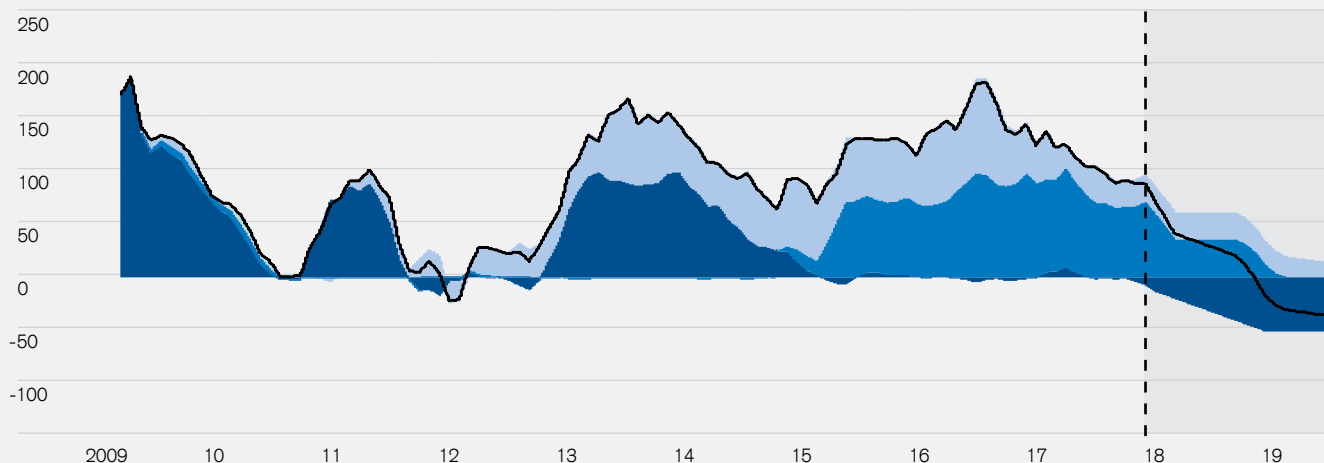
クレディ・スイスも同様の予想をしています。金融市場はより低い金利水準を予想しています。これは、2018年

内の3回の利上げにより、政策金利は2%超にまで引き上げられ、その結果現在推定されている自然利子率にかなり近づくことを示しています。金融政策によって金利が自然利子率を大きく上回った後に初めて顕著な景気後退や不況が発生するのが一般的であることから、上記のような利上げが経済を大幅に減速させる可能性は低いですが、過剰な政策の引き締めや米国における景気減速の可能性に関する議論は、2018年末にかけて激化する可能性があります。

最後に、スイスや日本を含む多くの先進国の自然利子率の推定値は、私達の予想ではかなり低くなっています。どちらの場合も、実質の自然利子率は実際にはマイナスであると推定されます。スイスのケースでは、これは部分的には金利の構造的な「セーフヘイブディスカウント」によるものです。インフレ率が中央銀行の目標を大きく下回る可能性が高いため、スイスの名目短期金利は2018年以降、あるいはその後も、マイナス圏内に留まると私達は予測しています。

2018年内に中央銀行による大規模な資産購入は終了

主要中央銀行による1ヵ月あたりの資産購入の純額（10億米ドル、3ヵ月移動平均）



出所：Bloomberg, Credit Suisse（予想を含む）
最終更新日：2017年10月（以降予想値）

FRB 日銀 予想期間
ECB 合計

スポットライト: 暗号通貨 脅威か、それともチャンスか?

各国中央銀行がデジタル形式で合法的に参入すると、既存の暗号通貨は、貨幣取引でそれと競合することはできません。

ブロックチェーン対暗号通貨

暗号通貨は、いわゆるブロックチェーンまたは分散型台帳技術に基づくもので、これによって情報はインターネット上に保管され、設計上改ざん不能になっています。単一の信頼できる組織による検証とは対照的に、暗号通貨では幅広いインターネットユーザーによって取引が検証される必要があるため、透明性と安全性の強化が可能です。暗号通貨の利用範囲は金融にとどまらず、例えば不動産など、あらゆる種類の「スマート」な契約の実行と維持に活用できます。

デジタル通貨と金融仲介機関

その安全性とコストの低さから、デジタル通貨は金融取引において非常に有利であるはずで、例えば、ブロックチェーン技術は、集中型の金融取引所などの仲介者の必要性を排除し、顧客は銀行を経由することなく取引することができるようになります。これが、さまざまな銀行のネットワークにおいてデジタル通貨の導入とその方法について検討されている理由です。

中央銀行によるデジタル通貨 対民間による暗号通貨

各国中央銀行は、デジタルマネーに移行する可能性について、特に中央銀行が握る通貨の独占発行権がそれによって脅かされているために、研究を行っています。彼らは、民間セクターに対して、暗号通貨のアカウントを直接または銀行と協力して提供することができます。デジタル通貨の供給を的確に調整することで、その価格水準をより効果的に安定させることができます。デフレーションが発生した場合、デジタル通貨の保有に対し手数料を課したり（すなわち負の利子率を課す）、より多くのデジタル通貨を市中に供給（「ヘリコプターマネー」）したりすることによって、通貨の保有を防止することができます。適切に管理された中央銀行の暗号通貨は、交換媒体としては不安定な民間の暗号通貨を「締め出す」でしょう。さらに、規制による圧力は、暗号通貨にとって追加のリスクとなります。しかし、アルゴリズムごとの供給量が限られており、保管コストがゼロに近い場合、一部の暗号通貨はそのような状況においても生き残り、「エキゾチック」な投資商品としての機能を果たす可能性すらあります。

バランスシート縮小の不確実な影響

自然利子率に関する不確実性に加えて、市場が主要中央銀行による継続的または計画的なバランスシート縮小の影響に焦点を当てる可能性も高いです。短期政策金利が下限とみなされたゼロ（近く）に低下したことから、中央銀行は資産購入を開始しました。このように、量的緩和（QE）は、長期金利をさらに下げ、それによって経済を刺激するための追加の手段と見なされました。例えば、FRBのスタッフは、FRBによるバランスシート拡大によって、2016年までに米国債10年物の利回りが100ベースポイント引き下げられたと推定しています。逆に、バランスシートの縮小は、原則として金利を上昇させ、したがって成長を抑制するでしょう。

しかしながら、緩和政策から正常化への政策転換の影響は不確実です。インフレ期待を含めることにより、量的緩和の終了によって、債券利回りの上昇が抑制され、成長の影響が制限される可能性もあります。しかし、一部の研究では、中央銀行が銀行への現金の供給を絞ることで、経済全体の流動性コストと信用コストが上昇する可能性があるため、成長率が大幅に低下するとの見通しもあります。最後に、例えばFRBによるモーゲージ担保証券への投資の減少など、中央銀行の投資政策の具体的な内容によって、債券市場の一部または全部のセグメントのボラティリティが増大する可能性があります。中央銀行のバランスシート縮小策が適切に伝わっているのであれば、大きな混乱を招くことはないかと私たちは考えていますが、漸進的な利上げが進むなか、世界経済はよりおカネの価値が高くなる時期に直面していることは確かなようです。このように、2018年は、流動性主導の経済成長と資産価格上昇の終了が開始された年となるでしょう。

投資家のための重要ポイント

- 先進国市場と新興国市場が同時に起きている回復を享受するなか、世界的な成長は堅調に推移するでしょう。この状況は、一般的にリスク資産にサポートティブです。
- 成長の主要な推進要因は、設備投資の拡大となる可能性が高いです。設備投資のモノとサービスに焦点を当てた企業や市場は恩恵を受けるでしょう。
- インフレは構造的要因のためにかなり緩やかに推移する可能性が高いものの、景気循環的要因は、インフレが低水準だった期間が過去のものとなっていることを示しています。インフレ率の予想外の上昇は、金融引き締めを早期化のリスクを高め、資産市場に圧力がかかる可能性があります。
- 私達のベースケースでは、先進国では緩やかな金融政策の引き締めを想定していますが、新興国の一部では金利がまだ低下する可能性があるとしています。これらの市場は概してアウトパフォームするでしょう。
- 中央銀行のバランスシート縮小に対する具体的な市場の反応を予測することは困難です。縮小のペースが上がるにつれて、考えられる新たな反応のパターンを慎重に評価する必要があります。
- 世界の貿易政策の進展は注意深く監視されるべきです。私達の予想に反して、保護主義的な動きがより拡大する場合は、よりディフェンシブな投資スタンスが推奨されるでしょう。

地域別 の概要

2018年内は世界的な上昇トレンドの継続が予想されるなか、中国に関しては依然として安定性が重視されるでしょう。ラテンアメリカでは、主要な選挙の結果、市場に歓迎される政策がさらに強化される可能性があります。また、ユーロ圏でもいくつかの漸進的な改革が見られるでしょう。

2017年には、世界のほぼ全域で経済成長率が予想外に上昇しました。2018年には、依然として金融環境による追い風と資本支出の強化、そしてやや緩和的な財政政策によって、成長と世界貿易が引き続き強化されるでしょう。

新興国市場: 再び成長の柱に

中国の指導部が信用の過剰な伸びの抑制を重視しているため、中国の経済成長は加速しそうにないものの、中国政府は急激な減速を防ぐことができるでしょう。というのも、世界経済の中で中国が占めるウェイトを考慮すると、世界経済の成長に対する中国の寄与は増加が見込まれます。とりわけアジアなど他の新興市場による貢献も、それと同様に改善する可能性が高まります。また、ブラジルとメキシコでは、選挙結果によって経済政策が決まるでしょう。ロシアでは金融と財政の安定から堅調な成長が示唆される一方で、トルコは国内の政治的緊張にもかかわらず、世界的な景気改善の恩恵を受けるでしょう。経済成長が加速するなか、ここ数年間のインフレ率の大幅な低下は過去のものとなる可能性が高く、利下げの余地は少なくなっています。しかし、通貨が安定している限り、インフレと金利の上昇リスクは限定的です。

先進国: 力強い成長と中程度のインフレが持続する

先進国では、予想外の上方修正を伴う堅調な成長が見込まれます。米国では、企業の資本支出（設備投資）の強化と生産性の回復、そして財政刺激の可能性により、今後1年間は景気循環の拡大が延長されるでしょう。ユーロ圏では、確率の低い政治危機やユーロの過度の上昇を除けば、新たな景気循環的な強さが持続するでしょう。スイスがユーロ圏の強さと通貨安の恩恵を受けることが見込まれる一方で、ブレグジット（英国のEU離脱）関連の不確実性を考慮すると、英国の成長は引き続き抑制されるでしょう。また、カナダは強力な米国経済とコモディティ価格の上昇を支えとする一方で、日本とオーストラリアでは上昇トレンドが支えとなるでしょう。労働需給のひっ迫を考えると、先進国ではインフレ率がじわじわと上昇する可能性が高いですが、上方修正リスクは限定的です。

米国: 長期停滞 から過熱へ?

2017年の終わりには、米国経済は雇用の拡大、民間消費の伸び、企業投資の増加を伴って堅調でしたが、住宅建設の拡大は抑制的でした。米連邦準備制度理事会による金利引き上げとバランスシートの縮小にもかかわらず、金融政策は緩和的でした。金融情勢は、ドル安と株式市場の上昇、そして信用スプレッドのタイト化を背景として、年間を通じて概ね緩和的でした。経済が「長期停滞」にあるという見解を維持するのは、かつてないほど難しいように見えました。2018年に関しては、財政指標の変化がどれほど強いのか、投資の伸びが堅調に推移するかどうか、それが生産性の回復につながるかどうか、そして、インフレ率が上昇するかどうか、主要な争点として挙げられます。

重要な財政指標の変化

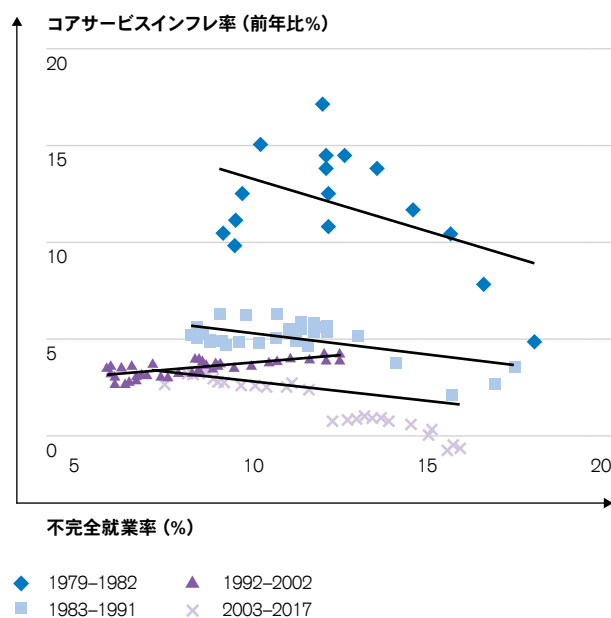
財政政策の変化の詳細は不明ですが、一部の法人税減税や海外利益の本国還流に対する一時的な減税が実施される可能性が高いです。しかし、それらの政策による成長への影響はおそらく限定的となるでしょう。上記の政策と所得税減税についての超党派での合意が難しいようであるため、共和党はかろうじて過半数を確保している上院で法案を通さねばならなくなり、これは、10年間にわたる税収の中立の必要性を意味します。しかし、減税を前倒しすることによって、財政指標がある程度刺激的となる可能性があります。11月の中間選挙から、有権者に何らかの税制上の「プレゼント」を提供しようとするインセンティブが高まっています。要するに、米国の景気循環は、もう1年は堅調に推移する可能性が見込まれます。

インフレの上昇

財政刺激がまったくなくとも、主に2017年のインフレ率の低下によるペース効果の消失から、米国のコアインフレ率は今後数ヶ月で上昇するだろうと予想しています。労働需給のひっ迫も、賃金上昇につながるでしょう。生産性の伸びが回復すれば、インフレへの影響は限定的となるでしょう。労働需給のひっ迫と企業の成長見通しの堅調さに対応して企業の投資が増加し続けるため、若干の生産性向上の可能性があると私達は見ています。インフレ率と失業率の間にトレード・オフの関係があるとするフィリップス曲線から予想されるように、循環的な拡大が最終的にインフレを押し上げることが私達の分析から示唆されています(図表参照)。金融政策の引き締めにもかかわらず、2018年末までに米国経済が「過熱」の段階に近づいている可能性があります。

フィリップス曲線は健在

さまざまな期間における不完全就業率とコアサービスインフレ率



出所: Datastream, Credit Suisse
最終更新日: 2017年8月

中国: 安定性の追求

過去一年半の間、中国経済は世界的な景気回復の恩恵を受けてきました。輸出は、人民元の切り下げも支えとなって力強く拡大しました。国内では、2015/16年の大きなインフラ投資が2017年にプラスの影響をもたらしました。一方、鉱工業における過剰生産能力の削減によって5年間下落していた生産者価格が下げ止まり、有利子負債比率の高いセクターの企業収益を押し上げました。これにより、企業の負債に関する懸念は少なくとも一時的に緩和されました。とはいえ、全体的な信用は、名目GDPを幾分上回るペースで伸び続けました（図表参照）。

信用をGDPの伸びに合わせる取組みの強化

習近平国家主席が第19回中国共産党大会後に政治的支配力を強化したことで、2018年の政策の焦点が、景気刺激策から負債の抑制に移行する傾向があると私達は見ています。したがって、驚異的な強さが見られた2017年に続く2018年には、特に主要産業の合従連衡が継続する可能性から成長がやや減速する可能性があります。堅調に推移する世界経済が下落リスクのヘッジ

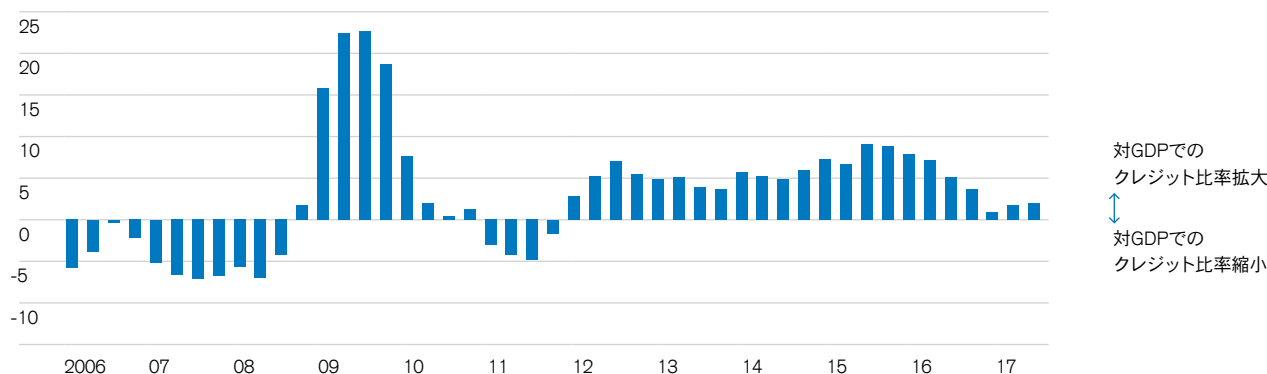
を提供する環境下で中国政府がインフラ投資を遅らせる一方で、民間消費や企業投資は成長に寄与する可能性が高いです。各省の銀行が信用の伸びを抑制するなか、不動産投資と価格は引き続き減速する可能性があります。しかし、より明示的なデフォルトの発生を認めるなど、市場メカニズムがより明白な役割を果たすことを当局が容認するかどうかは、まだ分かっていません。

人民元の安定

昨年、「安定の中での前進」というスローガンを掲げて当局が行ってきた安定性の追求には、資本規制の強化と市中金利の緩やかな上昇が含まれていました。これに対応して人民元は、2016年の下落の後となる2017年には貿易加重ベースで若干上昇し、外貨準備は回復し始めた一方で資本流出の圧力は緩和されました。引き締めの政策立案の大半は2018年も維持される可能性が高いものの、資本規制はわずかに緩和される可能性があります。中国経済のファンダメンタルズがかなり堅調であることを考えれば、これによって人民元が新たな下落の段階へと移行するきっかけになるとは思われません。通貨の安定性は、対中国政策における保護主義的措置のリスクと、他の新興国通貨に対する圧力上昇のリスクを抑制するでしょう。

大幅な信用ギャップは縮小傾向

中国における名目クレジットとGDPの成長率の差（パーセントポイント）



出所: Datastream, Credit Suisse
最終更新日: 2017年第3四半期 (GDPは予想)

欧州: 成長は堅調 ながら改革は限定的

ユーロ圏: 持続的な回復の一方で政治リスクは限定的
親欧州連合 (EU) のエマニュエル・マクロンがフランスで大統領に選出され、メルケル首相がドイツで4選を果たしたことから、2017年は、成長がすべての大陸欧州諸国にようやく行きわたり、政治的リスクが低下した年として記憶されことになるでしょう。2018年の成長は堅調に推移するでしょう。一方で、連携が再強化されたドイツとフランスの同盟関係が、EUとユーロ圏の協力強化につながる可能性があります。ブレグジットの交渉は完了しそうにありませんが、英国に対する経済的圧力と国内政治の混乱は、ソフト・ブレグジットとその延期に向けた動きを示唆しています。イタリアでは、欧州懐疑派が他国よりも強く、経済のファンダメンタルズが依然として弱いものの、その憲法構造から中道連合が春の選挙後も引き続き支配すると示唆されています。したがって、イタリアの政治危機やユーロ離脱のリスクは、依然として限られています。

さらなる銀行統合に注目

ECBが2018年に資産購入の終了を予定していることから、一部の人はユーロ圏の財政状態が再び悪化するのを恐れています。資本増強と不良債権の減少 (図表参照)、統合、そしてソブリン債へのエクスポージャーの減少により銀行システムが大幅に強化されるため、それらのリスクは限定的であると私達は考えています。規制当局は、銀行の収益性を一層高める銀行統合の進展を強く求めてくるように見えます。しかし、より広範な財政連合はもちろんのこと、共通の預金保険制度に向けた取り組みの加速は、多様な政治的利益に照らして考えると、非常に可能性は低いです。欧州安定メカニズム (ESM) を強化された欧州通貨基金に最終的な改編させることの方が、実現の可能性が高いです。

限られたEU資金の方向修正

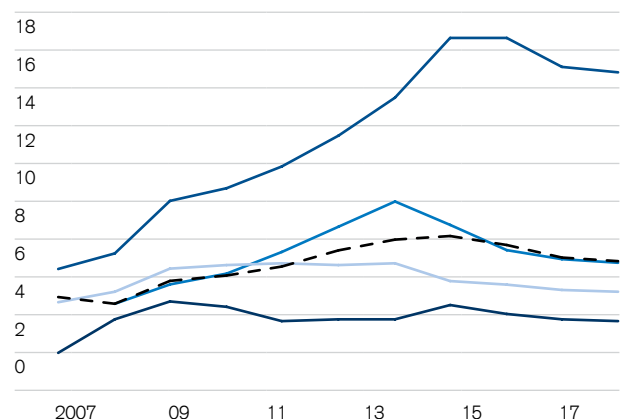
英国のEU離脱によって強調されたように、国益の多様化と厳しい予算の制約を考慮すると、特に大規模な財政支出など、EUが根本的に変化するような計画が実現する可能性は低いです。しかし、いくつかの側面では、安全保障協力やインフラ支出の強化などでより大きな支持が得

られる可能性があります。例えば、防衛面での協力には一般的に追加資金は必要とされません。リソースをよりうまくやりくりすることで費用を節約できる可能性すらあります。引き続き難民の流入に関する懸念が存在することから、国境管理や難民の出身国に対する支出も増加すると思われます。農業補助金の一部の削減、他の分野の資金調達に役立つ可能性があります。

スイス: 推進力は国内要因から海外要因にシフト

高水準の移民流入と不動産ブームに支えられた「スーパーサイクル」のおかげで、スイスは2007年以降の経済の混乱をほぼ無傷で乗り越えました。スイスフランが大きく上昇したにもかかわらず、特に医薬品部門などのスイスを代表する輸出部門は堅調な成長に貢献しました。しかし、重要な成長の推進力である移民と不動産投資サイクルは、今後勢いを失っていくことが予想されます。移民の純流入はすでに、2007年にEU域内での人の自由移動の権利が導入されて以来の最低水準に達しています。これは主に、移民出身国としての欧州諸国における労働市場の改善を反映したもので、このトレンドは長期化する可能性が指摘されます。移民流入の減少は成長を減速させる一方で、スイスフラン安と欧州と世界における成長の加速が組み合わさり、スイスの輸出は引き続き後押しされるでしょう。

ユーロ圏銀行の不良債権は減少している
銀行貸出残高の合計に占める不良債権比率 (%)



■ ドイツ ■ スpain ■ EMU
■ イタリア ■ フランス

出所: European Central Bank, Credit Suisse
最終更新日: 2017年8月

新興国市場: ドルの流動性 ひっ迫を相殺する モメンタム

主要新興市場の2018年の見通しはかなり良好です。予想される中国の成長トレンドの減速が、他国の成長を著しく妨げることはないでしょう。FRBが金融政策を引き締めるなか、ドルの流動性が低下することがより大きな難題となる可能性があります。

アジア: 全域で安定的な成長

成長の見通しは、アジアの大半の地域で安定的となっています。インドでは、2016年と2017年の政策「ショック」に起因する減速から一転して、2018年には成長が改善するでしょう。他の地域でも、非常に堅実な成長が予想されます。インドネシアは5%を若干上回る成長が見込まれ、主に民間消費が成長を推進するでしょう。ただし、経常収支が悪化し、通貨とインフレに圧力がかかる可能性があります。主要な輸出志向型経済である韓国と台湾は、世界的な景気拡大と消費財および企業の設備投資の回復から恩恵を受けるでしょう。

EMEA: ユーロ圏の拡大とコモディティ価格の安定化から恩恵を受ける

東欧および中央ヨーロッパでは、特に、西欧企業の外注先として選ばれるトレンドやユーロ圏の景気循環的な拡大の恩恵を引き続き享受するポーランド、チェコ、ハンガリーおよび多くの小規模な国で見通しが明るくなっています。ロシア経済は、コモディティ価格の安定化と低インフレ、そして金利低下の恩恵を受けて、引き続き回復する可能性があります。トルコの産業も、外国資本の流入に依存しているにもかかわらず、欧州と世界の景気拡大に支えられています。南アフリカの見通しは政治的不確実性によって不透明になっていますが、改革派の力が優勢になってきているようです。

ラテンアメリカ: ブラジルとメキシコでは選挙が分岐点に政治の展開がラテンアメリカ地域の見通しを形成するでしょう。不祥事や不確実性が何年も続いたブラジルでは、待ち望まれた改革を実行できる改革派の大統領が選出され、景気回復が下支えされる可能性があります。メキシコでは2018年7月に選挙が行われる予定です。現在、世論調査では左派候補のロペス・オブラドールが首位に立っていることから、国内で更なる経済改革の見通しはやや不透明です。NAFTAの再交渉によって不確実性が増す一方で、メキシコの成長は前年度並みとなると見込まれます。アルゼンチンの改革政策は、2017年10月の議会選挙後も維持されるでしょう。

2018年予想

成長率とインフレ率の予想 (前年比%)

	GDP			インフレ率		
	2016	2017E	2018F	2016	2017E	2018F
世界	3.1	3.6	3.8	2.7	2.8	2.7
米国	1.5	2.2	2.5	1.3	2.1	2.1
カナダ	1.5	3.0	2.0	1.4	1.6	1.9
ユーロ圏	1.8	2.3	2.0	0.2	1.5	1.5
ドイツ	1.8	2.2	2.0	0.4	1.6	1.6
イタリア	0.9	1.6	1.4	-0.1	1.4	1.4
フランス	1.2	1.8	2.0	0.3	1.1	1.2
英国	1.8	1.5	1.5	0.7	2.7	2.2
スイス	1.4	1.0*	1.7	-0.4	0.5	0.5
日本	1.0	1.6	1.3	-0.1	0.5	0.6
オーストラリア	2.5	2.2	2.5	1.3	1.9	2.0
中国	6.7	6.8	6.5	2.0	1.7	2.2
インド (財政年度)	7.1	6.7	7.5	4.5	3.5	4.5
ブラジル	-3.6	0.7	2.5	8.8	3.5	4.0
ロシア	-0.2	1.8	1.8	7.1	3.8	4.0

* 統計上の効果によりトレンドを下回る

出所: International Monetary Fund, Credit Suisse

最終更新日: 2017年11月8日

注: 「世界」の数値は購買力平価のウェイトに基づく。

E = 推定, F = 予想

日本:

堅調な経済成長、 低インフレの長期化

2017年の日本経済は、2013年のアベノミクス始動以降で最も強力な成長を遂げました。心強いことに、堅調な外需と国内消費と投資の回復、そして緩和的な財政政策により、成長は非常に広範囲に及びました。私達は、2018年も潜在成長率を上回る経済成長が続くと予測していますが、一方、こうした追い風のいくつかは消滅する可能性があります。特に、インフレの正常化によって実質所得の伸びが再び圧迫されたため、消費の伸びはより持続可能なペースに戻る事が予想されます。また、2018年には2017年中に行われた財政支出が消えてしまう可能性があります。一方、設備投資は、生産能力が限界に近づくことから、引き続き好調となる見通しです。失業率は1994年以来の最低水準にまで低下しており、数多くの女性が労働市場に参入してきました。これらの改善がすでに大きく進んでいるため、さらなる改善の余地はますます限定されているように見えます。

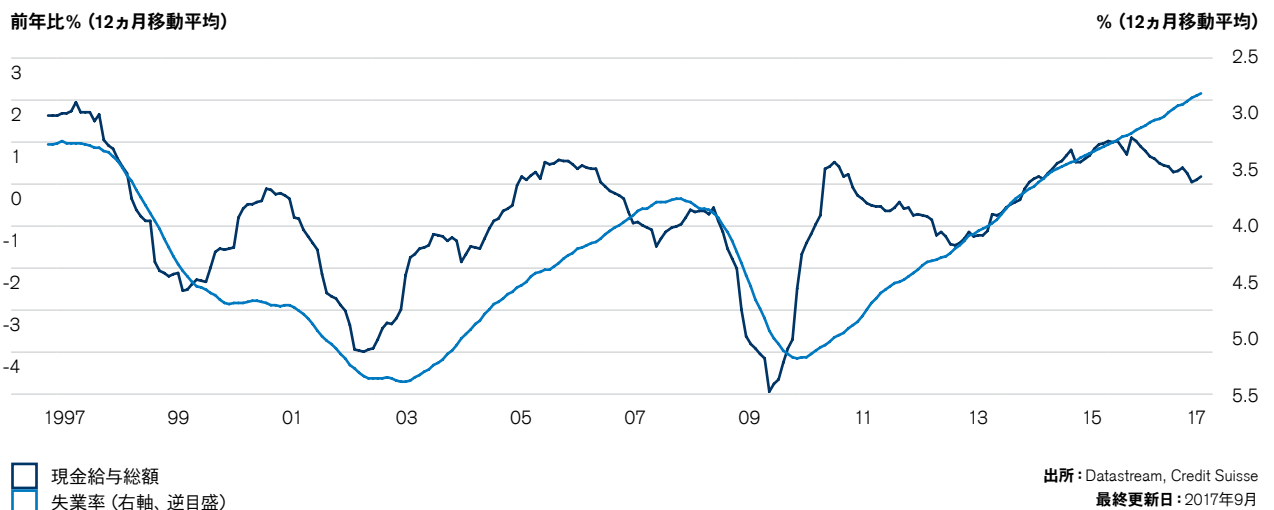
金融政策の静かな正常化

労働需給の逼迫にもかかわらず、低水準で伸縮的な賃金の労働者が、高水準で硬直的な賃金の労働者を代替しているため、賃金の伸びは依然として非常に低い水準にとどまっています。したがって、2018年内やそれ以降も、インフレ率は日銀が目標とする2%を引き続き大きく下回る公算が高くなります。よって、金融政策は非常に緩和的なままとなり、マイナス金利が長期にわたり根強く続きそうです。それでも、日銀ですら、正常化の波に静かに乗ってきました。債券利回りの目標を（ほぼ）ゼロに転換して以来、国債市場が利回りを自主的に目標近くにとどめてきたようで、そのため日銀には資産購入の規模を縮小することが可能となっています。世界的な金利上昇のなかでこの政策をより持続可能にするために、日銀は国内の債券利回りの目標を引き上げる可能性があります。

政策の持続性

2017年10月の解散総選挙では、安倍総理と自民党・公明党の連立政権が再び4年の任期を確保しました。これにより、近年のバランスの取れた政策立案が確実に維持されるでしょう。特に、安倍政権は日銀役員のすべての任命権を有するため、タカ派色の濃い金融政策に突然移行するリスクは非常に低いです。これは、安倍総理が2019年10月に予定されている消費税率の8%から10%への引き上げを進める場合に特に重要になるでしょう。追加的な財政支出と緩和的な金融政策を組み合わせただけの場合、財政ショックの一部を相殺することが必要になるでしょう。

労働需給のひっ迫にもかかわらず所得の伸びは低迷



次世代投資家が提供する見通し

ミレニアル世代はますます注目を集めるようになっていきます。彼らはまもなく、世界中のアクティブな労働人口を代表する世代になるでしょう。市民、働き手、消費者、そして投資家としてトレンドを形成するミレニアル世代に、政治家や企業の関心が集まっています。

ほぼ毎週、大企業が、ミレニアル世代への対応を目的として、ミレニアル世代のスタートアップや企業を買収しています。ディーゼルを巡る論争だけでなく、クリーンな自動車を要求するミレニアル世代の消費者のためにも、電気自動車へのシフトが加速しています。私たちは、2018年には、「次世代」の足跡であるミレニアル世代の波に対応する経済を準備することを狙いと多くの進展が見られると考えています。

クレディ・スイスでは、働き手、顧客、投資家、そして新たな投資動向やアイデアを左右する要因としての「次世代」を非常に重視しております。これまでの各世代とは異なり、ミレニアル世代はデジタルネイティブで、真にグローバル規模でつながっており、ポストモダンの不確実性に関する経験と集団的責任感を特徴とします。ミレニアル世代の銀行や投資に対する考え方とアプローチはさまざま、また、期待している事や優先順位もさまざまです。

本誌「2018年投資展望」では、「次世代」投資家のコミュニティのためのプラットフォームを提供し、来年に向けての彼らの優先事項を共有します。これは「次世代のトピック トップ10」にまとめられています。さらに今回、同コミュニティのメンバーが3つのトピックについて掘り下げた見解を寄稿記事にて示します。

次世代のトピック トップ10

手の届く価格の家: 多くの国々では、大半の人々にとって住宅価格は手の届かない水準にあります。都市化と移住のため、手頃な価格の家へのニーズは深刻化しています。

ゲノム情報の応用: ゲノム編集能力の向上と相まって、ゲノム理解の継続的な拡大は、医学における新しい治療法につながるでしょう。これらの能力は、産業、農業、エネルギー分野でも応用されます。

省エネルギー: 住宅の断熱材や効率的な暖房や空調システムなどの省エネ化は、エネルギー消費を大幅に低減するのに役立ちます。

ブロックチェーン: ブロックチェーンは、信頼できる中央決済機関なしに参加者が取引できるようにする安全なテクノロジーです。したがって、ブロックチェーンが、より分散的で効率的な経済へとつながる可能性があります。

垂直農法 (都市型農業): 垂直に積み重ねた層での植物の栽培、屋内農業、または既存の構造に農業を統合する技術を使用し、都市空間を再開発し都市に農業をもたらします。

モジュール建設ソリューション: 住宅建設におけるモジュールソリューションは、複製と効率性によってコストと廃棄物と建設時間を削減します。

教育: 教育は機会をもたらします。ほとんどの人が教育を受けることができるようにするための取組みは成長中の巨大な市場であり、そこでは民間セクターとインパクト投資が政府と並んで役割を果たします。

サステナブルな消費財: 消費財は、商品のサプライチェーン全体を考慮して、社会的かつ環境的に責任ある方法で生産されます。

AI/ロボティクス: 高性能計算 (HPC)、ビッグデータ、そしてモノのインターネット (IoT) の進歩によって、これまで人間の知能を必要としていた問題をAIやアルゴリズムで解決できるようになる転換点が訪れています。これにより、巨大な新しいIT市場が開かれます。

プライベートバンキングにおけるアドバイザーとクライアント間の将来の関係: 銀行がロボアドバイザーや個人的な財務管理アプリケーションなどのツールを導入することでより包括的なサービスを提供するなかで、テクノロジーが将来の顧客関係を形成していきます。

省エネルギー

省エネ化による節約は、単一の燃料源からのエネルギー生産量を上回る可能性を秘めています。電動モーターシステムは、今日の電力消費の半分以上を占めています。国際エネルギー機関 (IEA) によると、輸送から産業に至るまでより厳しい基準を適用することで、世界のエネルギー需要を30%削減することができます。しかし、省エネ化は、いくつもの小規模で分散した取り組みを積み重ねた効果がかなりの量になった時に初めて効果が出ます。モノのインターネット (IoT) のテクノロジーの出現とセンサーの改良により、先行投資に必要な資金が減少し、省エネの取り組みの効果を集約しやすくなりました。産業プラントをオンラインで稼働させ、すべての機械のエネ

ルギー消費を監視することで、エネルギーコストを20%も削減できます。これはすべて、生産プロセスでどのようにエネルギーが使われているのかを再検討することから始まります。初期条件によっては、省エネの取り組みによる節約から、モーター利用率を再設計するプロジェクトは4~8ヶ月で投資が回収され、設備の完全な改装は12~18ヶ月で回収されます。このように回収期間が比較的短いことから、新たな投資機会が生まれます。たとえば貯蓄担保型の産業用改修債券ファンドは延滞率が低く、エンジンやエアークンプレッサーの代わりに馬力や立方メートルの空気を販売する新しいビジネスモデルは、設備効率が高く、利益率が高く、設備の一回限りの売り切りよりも収入が安定しています。

ブロックチェーンの力

19世紀のゴールドラッシュと同じく、2017年は、イニシャル・コイン・オファリング (ICO) の台頭と、予測市場、貯蓄と計算などの分散サービスの開始という真の「トークン・ラッシュ」の年でした。また、トランザクションスループット、スマートコントラクトによるビジネスロジックの実行、ほぼリアルタイムでの決済など、技術的な前提を検証するために、機関や政府が推進した実験も見られました。

2018年には、投資銀行、保険、公益事業 (エネルギー、水道、公共交通機関) などの業種を破壊するような、より多くの分散型サービスが提供される見通しです。業界では、データの整合性、資産のトークン化、取引当事者間の事前の信頼関係を必要としない「トラストレス」(信頼不要) のビジネスロジックの実行など、ブロックチェーン

の力を利用したパイロットアプリケーションを立ち上げようとしています。2018年に注目すべきもう1つの分野は、主にパブリックブロックチェーン向けのレイヤー2プロトコルです。これは拡張性を強化し、スマートコントラクト周辺に柔軟性を提供します。

ブロックチェーン技術は、個人の地位の向上につながる新たな社会的エンパワメントのツールを引き続き提供します。また、ブロックチェーン技術はマシンツーマシンのデータのやりとりのネットワークも提供します。接続された家庭や自動運転車の世界では、機械が価値をやりとりできるようにするという考えは、大きな影響を及ぼす見通しです。

(ビットコイン/イーサリアム/ ライトコインのような) 検閲耐性のある市民参加型の分散型ブロックチェーンは、改善と新しいユースケースの適用を継続するでしょうが、一方、2018年にはR3のCordaやIBMのハイパーレジャー「ブロックチェーン」などの新しい候補者も勢いを増し、産業用アプリケーションの効率を向上させるために新しいユースケースが適用されるでしょう。

サステイナブルな 消費財

畜産業の将来

国連と食糧農業機関 (FAO) によると、食糧生産のための家畜の飼育が、種の絶滅、海のデッドゾーン、アマソンの森林減少と抗生物質耐性の主な原因となっています。さらに畜産は、輸送部門全体よりも気候変動に対して大きな影響を及ぼします。FAOによると、現代の畜産業は、多大な非効率性と外的依存性と脆弱性のあるシステムの1つで、2050年までに倍増が予想される食肉の需要を支えることはできません。

このような測定可能なリスクから、工場生産された食料と細胞農業という2つの同時並行的で破壊的な技術が出現しています。今日、肉、チーズ、ミルク、卵、魚など、ほぼすべての動物性食品が工場で生産され、世界中で販売されています。この分野での起業が増加しており、ブランドの重要性が増し、大手消費財メーカーによる買収が増加していることから、民間部門での投資機会が豊富にあります。尚かつ、消費者からの需要の急増と既存企業からの投資は、工業化された食品業にとって追い風となります。例えば、食肉メーカーは、最終的に700億ドルの産業に成長する可能性のある「クリーンミート」（細胞から培養された人工食肉）に投資しています。

持続可能な方法で栄養不良に取り組む

2030年までにすべての形態の栄養不良を終了させることは、2015年末に持続可能な開発目標 (SDGs) を採択した際に世界のリーダー達が挑戦した課題の1つです。今も世界中で約8億人が慢性的な栄養不良に陥っており、20億人以上が「隠れた飢餓」としても知られる微量栄養不足に苦しんでいます。一方、別の20億人が過体重で、6億人が肥満です。にもかかわらず、5歳未満の子供の約1億5000万人が発育阻害の状態にあり、この同じ年齢層のうち約5000万人の子供が栄養不良である一方、4000万人の子供が肥満です。

国連が開始した「栄養への取り組み拡充 (SUN) 運動」のメンバーは現在60カ国で、政府、市民社会、国連機関、援助機関、企業、科学者が参加する場となっています。企業は、バリューチェーン全体で食糧や栄養に取り組む、多くの人に手頃な価格で入手しやすく持続可能な食糧を提供することで、栄養問題に貢献し重要な役割を果たすことができます。私達は、この方向の取組みを目にし始めています。大手食品企業は既に、栄養不足との闘いを支援し、国連の持続可能な開発目標を達成するための重要な微量栄養素を含む製品を提供しています。

次世代イニシアチブ

クレディ・スイスは、富を築き管理する現在の世代だけでなく、その子供たちであるより若い世代との関係を築くことにも注力しています。このため私達は、2005年に「グローバル次世代イニシアチブ」を立ち上げました。様々な

次世代プログラムの中核となるのは、金融市場に関する知識の基礎を提供し、同族経営の会社における世代間の問題やピアツーピアネットワークの機会に取り組む方法に関する理解を構築することです。

金融 市場





概要

成長が株式を支える

力強い経済成長が企業収益を加速させ、変動を抑制し、自信を高めていくと、世界の株式市場はさらに上昇する可能性があります。新興国株式や、不動産株など内需関連のユーロ圏資産を最も選好します **(40ページ)**。企業がバランスシートを再レバレッジするにつれて、信用はより根本的な制約に直面するため、スプレッドは最終的には拡大するでしょう。債券利回りは上昇するでしょうが、これは主に米国外で起こり、米ドルに関しては再び軟調な1年となるでしょう。

リスクに注意

2018年の世界に対する楽観的見通しにもかかわらず、投資家が留意すべきリスクが数多くあります。私達が認識している主なリスク **(48ページ)** には、潜在的に生産性の向上に逆行する政策、極めて保護主義的な措置、米国と北朝鮮の間の緊張の高まりなどの地政学的リスク、中国や米国での景気サイクルリスクによる予想外の減速などが含まれます。投資家がポートフォリオを保護するためには、多様化が依然として重要です。

2018年のポートフォリオ・チェック

資産のポートフォリオをどのように構成すべきかを定義することは、投資において成功するための重要な第一歩です。結局のところ、ポートフォリオのリターンとリスクの80%以上が、投資方針、つまり戦略的資産配分 (SAA) によって決まり、戦術的なポジショニングや銘柄選択によって決まるのはたった20%に過ぎません。私達は、ポートフォリオ・チェックを実施し、SAAを決定する際に考慮すべき最も重要な問題を検討します **(50ページ)**。

2018年の投資テーマ

毎年私達は、今後1年の上位の投資テーマを割り出します **(52ページ)**。今回は、新興国市場の潜在的な勝ち組と、ユーロ圏の継続的な回復の様々な資産クラスにおける受益者に焦点を当てます。さらに私達は、予想される企業投資の拡大から恩恵を受ける株式およびセクターを示しますが、これは長期的なスーパートレンドにも関連しています。さらに、アクティブ及び専門的な投資家のためのさまざまな債券投資のアイデアを示します。

成長は株式 を支える

金融市場は2017年、地政学的ショックに対して回復力があることを再び証明しました。成長が堅調で、インフレが緩やかで十分な流動性があれば、金利は徐々に上昇するでしょう。株式は2018年にさらに上昇するでしょう。主要なリスクは、インフレ率の予想外の上昇です。

朝鮮半島の緊張が高まったにもかかわらず、世界の株式は、世界同時の成長、予想を下回るインフレ、中央銀行からの十分な流動性を背景に、2017年に強く上昇しました。2018年は世界的な景気後退のリスクは低いと考えており、当社の株式見通しは概ね前向きです。これは、成長は企業収益を押し上げ、ボラティリティを抑制し、デフォルトリスクを緩和する、というシンプルですが力強い投資テーマです。

株式バリュエーションの上昇はまだ重大な懸念事項となっていません。株価収益率などの従来の指標では株式は割高となっていますが、過度の熱狂というほど極端な水準にあるわけではありません。長期債の利回りは、短期金利の低さと、緩やかなインフレによって固定されています。力強い利益の成長が継続する見込みであることと、株式のリスクプレミアムが依然として高いことは、株式への流入を促すはずで、一方で、依然として低水準にある金利によって企業のレバレッジが促されることも、クレジットよりも株式への追い風となりそうです。

これらの前向きな背景にもかかわらず、金融市場は2018年に多くの新たな課題に直面する可能性があります。最も重要なことは、世界中の中央銀行が一斉に流動性を引き揚げ始めることです。しかし、中央銀行のプログラムを通して追加されている正味の流動性の量は、2018年後半においてもプラスにとどまるはずで、その時点で、特にインフレが上向いている場合、金融市場へのリスクが上昇する可能性があります。

予想/2018年のパフォーマンス

堅調な成長と抑制されたインフレを考慮し、
2018年には、債券よりも株式を选好。

世界の利回りの収束は米国債に有利

FRBが一段の金融引き締めを行っても、インフレ圧力が急速に高まっていないため、米国の債券利回りは安定すると見込まれます。起こりうる法人所得税減税の発表が利回りに上昇圧力をかける可能性があります。これについて私達は、米国債エクスポージャーを追加する機会だと捉えています。対照的に、他の主要先進国の利回りは、中央銀行が流動性の引き揚げを開始するなかで、緩やかながら上昇傾向となる可能性があります。2018年にECBの債券買い取りプログラムの縮小と利上げへの期待感が高まっていることを考えると、ドイツの長期債及びそれと高い相関があるスイスフラン債市場には特に注意が必要です。ユーロ圏周縁国のソブリン債はわずかながらアウトパフォームするかもしれませんが、非常にタイトなスプレッドと政治リスクにより上昇余地は限定されます。

クレジット市場の一部で割高なバリュエーション

高格付け企業の債券のバリュエーションは、概して割高な水準にあるように見えます。例えば、医薬品の発行体企業は、豊富な現金を株主還元やM&Aの資金として利用することにより、クレジット指標の悪化が見込まれます。2018年後半には企業がレバレッジを高めることでスプレッドが拡大する可能性が高いため、米国ハイイールド債へのエクスポージャーに関しても選別が必要です。米国で支払利息の税控除が制約される可能性は、長期的には発行の抑制につながるとしても、クレジットのファンダメンタルズの悪化を増幅させるでしょう。米国の非金融部門の信用市場の比率は歴史的に低水準で推移しており、2018年内に債券不履行が大幅に増加すると私達は予想していないものの、信用スプレッド拡大の若干の圧力が存在する可能性があります。

株式*	2017年11月2日の 2017年初来のパフ ォーマンス	2018年の 予想トータルリ ターン
米国株式	17.22%	7.10%
EMU株式	17.34%	8.30%
スイス株式	17.47%	10.00%
英国株式	9.30%	5.40%
日本株式	18.87%	11.70%
新興国市場株式	29.41%	12.30%

債券利回り	2017年11月2日終値	2018年末予想
米10年国債利回り	2.35%	2.70%
ドイツ国債利回り	0.37%	1.00%
スイス10年 国債利回り	-0.08%	0.30%

信用スプレッド

投資適格債 スプレッド**	96.00	105.00
ハイイールド 債スプレッド**	321.00	370.00
新興国市場 ハードカレンシー スプレッド***	283.00	320.00

通貨 & コモディティ

EUR/USD	1.17	1.22
USD/CHF	1.00	0.98
EUR/CHF	1.16	1.20
USD/JPY	114.10	112.00
GBP/USD	1.31	1.40
金 (米ドル/オンス)	1276.80	1250.00
WTI (米ドル/バレル)	54.81	55.00

* パフォーマンスおよび予想トータルリターンには配当が含まれる。各国市場の指標として現地通貨建てのMSCI国・地域別指数を使用。2012年11月2日から2017年11月2日の期間のパフォーマンスには下記の指標を時系列で使用。MSCI米国: 26.5%, 16.7%, 5.1%, 3.6%, 24.6%。MSCI EMU: 26.2%, 5.3%, 16.7%, -5.2%, 26.6%。MSCI スイス: 27%, 10.6%, 4.5%, -8.2%, 23.7%。MSCI 英国: 19.2%, 0.5%, 0.1%, 13%, 12.4%。MSCI 日本: 63.3%, 14.8%, 17.8%, -9.9%, 29.5%。MSCI 新興国市場: 10.2%, 6%, -3.1%, 8.1%, 27.2%

** Barclays Global Agg Corporate および Global High Yield index

*** JP Morgan EMBIG Div. (ソブリン債指数)

出所: Datastream, Credit Suisse

最終更新日: 2017年11月2日

注: 上記の予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。

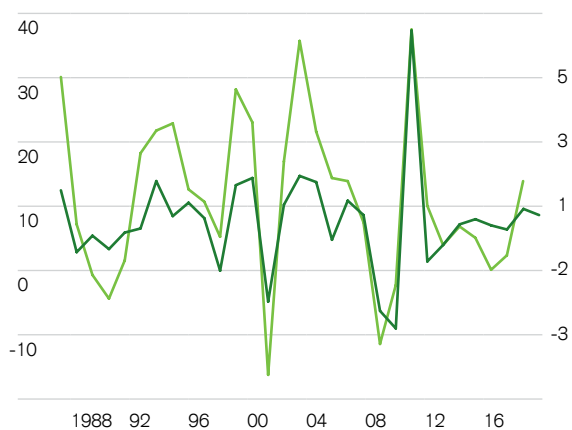
投資適格クレジットに関しては、BBB格の社債が過去のデフォルトリスクに対して最高のリターンをもたらしていると考えています。BBB発行体も、投資適格級のステータスを維持するために、バランスシート管理においてより保守的となる傾向があります。したがって、私達は同格付けでエクスポージャーを高めることを選好します。高格付け企業のバリュエーションはかなり割高に見えます。ユーロ圏内では、私達が長年選好してきた、特に銀行および保険の劣後債など、ECBの購入プログラムの対象とならない債券を引き続き選好します。収益性の向上とユーロ圏のリスクプレミアムの低下は、さらなるサポートを提供するはずで

新興国債券が好調に推移する見通し

新興国市場の主要通貨建て債券は、引き続き好調に推移する可能性が高いです。世界的に順調な成長とコモディティ価格の上昇は、大半の新興国経済が回復を続ける一方で、対外収支が改善することを示唆しています。後者は、新たな通貨安のリスクを減少させます。ブラジルやアルゼンチンなどの国における経済改革も、サポートを提供する可能性があります。新興国市場の主要通貨建て債券への主要なリスクは、流動性と資本流入を減少させ、通貨への圧力となるFRBによる引き締めが予想以上に早まることでしょう。

しかし、現地通貨建て債券は、実質金利が先進国よりも魅力的水準にあり、インフレも緩やかなままであるため、この点で脆弱ではないようです。とはいえ、慎重なFRBの引き締めと若干のドル安という私達の基本シナリオでは、依然として高いキャリーと各国のさらなる利下げの可能性を考慮すると、このセグメントは恵まれた状態にあるでしょう。例えば、トルコと南アフリカは、国内リスクによる大幅なディスカウントにより、リスクプレミアムはかなり魅力的になっています。ロシアの現地通貨建て債券の予想リターンが魅力的である一方、ブラジルの期待リターンは2017年の力強い上昇を受けて限定的でしょう。社債については、特にBBBとBBセグメントなどグローバルなクレジット市場との比較では、バリュエーションの魅力は薄いと見ています。私達は、特にメキシコ、トルコ、アルゼンチンなど、バリュエーションの優位性や更なる循環的な改善の可能性をもたらす市場を最も選好します。

世界経済の成長が利益の成長を先導する

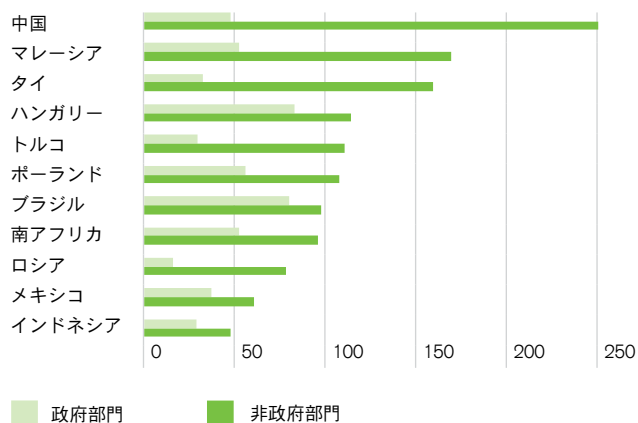


■ 一株当たり利益 (EPS) の伸び (前年比%)
■ GDP成長率の逐年変化 (右軸、パーセントポイント)

出所: Datastream, IMF, Credit Suisse
最終更新日: 2017年10月

新興国市場の債務状況

債務/GDP (%)



出所: IIF, Credit Suisse

最終更新日: 2017年第2四半期

注: 政府部門と非政府部門 (家計、金融法人企業および非金融法人企業) の債務 (対GDP比%)

スポットライト: デフォルト率

2018年のデフォルト率は低下傾向になると予想されるが、スプレッドの見通しは困難。

最近、信用スプレッドは、金融危機前以来のタイトな水準に達しました。非流動性プレミアムを除いて、信用スプレッドは最終的に、デフォルトの確率と破産の場合の損失の程度を反映しており、これらはいずれも企業のバランスシートの健全性と密接に関連しています。貸出条件が大幅に悪化する景気後退期には、典型的に、デフォルト率の急上昇と債権回収率の低下が発生します。2018年に景気後退が起きる可能性は非常に低く、資源セクター

の発行体のバランスシートが健全であることから、債務不履行率も低下が予想されます。一方、企業が貸借対照表をリレバレッジするにつれて、他のセクターではファンダメンタルズが悪化し始めています。さらに、景気回復のよりよい指標であるローン回収率はすでに低下しています。信用取引の状況を示す指標が低下するにつれて、信用スプレッドがデフォルトを巡る不確実性の高まりを徐々に反映すると私達は予想します。

米国社債のデフォルトとローン回収率（直近12ヵ月）

倒産の際は、資産を担保とする担保ローンの方が、無担保ローンよりも高格付けとなる。



株式市場は来年もよい1年となる可能性

2017年の株式市場は、強力な成長、低インフレ、それに依然として緩和的な金融政策と利益成長の加速という、非常に良好なマクロ経済的背景に支えられました。2018年の利益成長率は引き続き堅調に推移すると見込まれるものの、ペースがさらに加速するとは見ていません。事実、私達は利益成長について、2017年予想の14%から、2018年は約10%に減速すると予測しています。それでもこれは、2018年に主要な株式市場が7%-10%のプラスのトータルリターンを達成することを可能にする水準です。

引き続き新興国市場と日本が追いつく可能性

地域的には、米国の利益成長は、欧州よりも若干強くなる可能性があります。しかし、ユーロ圏株式のバリュエーションはより魅力的な水準にあるため、私達の見解では、両地域とも可能性を有しています。米国の税制改革への道のりは依然として困難に見えますが、法人税率の引き下げや海外から本国への還流資金への減税により、米国の業績は上方修正される可能性があります。米国株式の潜在的な短期サポートとしてのもう一つの可能性は、金融部門の規制緩和措置でしょう。欧州の金融セクターは、金利上昇、貸付残高の増加、セクター内の継続的な合従連衡から成る複合的要因からより多くの恩恵を受けるでしょう。

私達が予想する世界経済の成長と引き続き緩和的な日銀の政策により、2018年の日本株は好調に推移するでしょう。また、主要株式市場の中でも、日本株は通常、堅調な世界経済の成長から恩恵を最も受けますが、2017年の最初は円高に苦しみました。日銀が量的緩和に全力を尽くす最後の主要中央銀行となる可能性が高いことから、2018年は日本株には良好な環境となると私達は見ています。

最後に、新興国株式市場については、主要な先進国株式市場を上回るパフォーマンスを引き続きあげて私達は引き続き期待しています。力強い世界経済の成長、中国における安定の継続、依然としていくぶん緩やかなインフレと金利が、この市場を支えています。とはいえ、2017年に見られた強いパフォーマンスが再現されることはほとんどないと私達は見ています。さらに、債券と同じように、より積極的なFRBの引き締めは、新興国株式にリスクをもたらし得るでしょう。ただし、2017年に出遅れた新興国の小型株は、2018年に追いつく可能性のあるセグメントです。各国の政治に関しては、ブラジルなどにおいて改革が進む可能性があります。メキシコなどの国では若干のリスクもあります。米国政府のスタンスが明白な保護主義的姿勢（私達の基本ケースではない）へとシフトするならば、ほとんどの新興国市場にリスクがもたらされるでしょう。

2018年にM&A活動は回復し、ヘルスケアは、これらの恩恵を受けるセクターであると見ています。

M&Aと設備投資は主要な成長の推進要因

魅力的な資金調達環境と企業の成長機会の追求を考慮すると、2018年にM&A活動は回復すると予想しています。このような状況のなか、ヘルスケアは、これらの恩恵を受けるセクターであると見ています。ヘルスケアセクターは、高齢化や新興国市場の中産階級の拡大などの構造的なトレンドに支えられており、その一方で規制当局が新薬の承認プロセスをスピードアップするなど規制緩和の動きがあります。ヘルスケアセクターとスイス株との相関を考慮すると、ヘルスケアセクターに対する私達のポジティブな見方は、トレンドがスイスフラン安に転じたことも助けとなって、スイス株式へのプラス材料となります。

私達が資本支出（設備投資）の世界的な回復を予想していることを考えると、資本財セクターは割高ではありませんが、最も恩恵を享受する位置にいます。ソフトウェアやメディアなどのその他の景気敏感セクターも、企業による支出増の恩恵を受けるでしょう。構造的に堅調な成長があるソフトウェアを私達は選好しますが、IT全体については今後一年においては積極的な推奨はしません。半導体サイクルはピークに近づいており、バリュエーションは非常に割高に見えます。

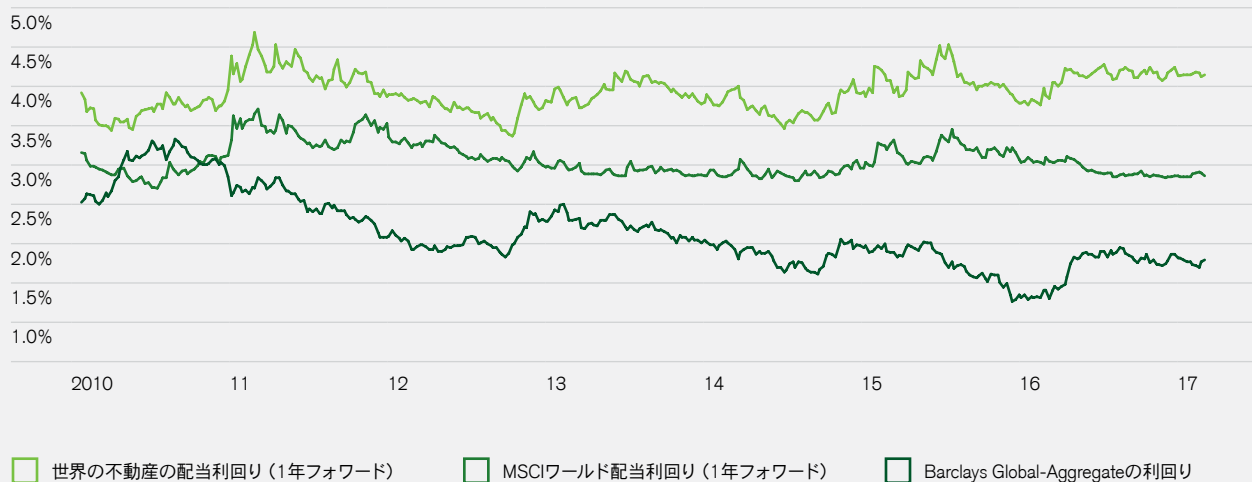
大きな潜在力を有するユーロ圏の不動産

利回りが低下している世界の株式や債券とは異なり、上場不動産株式の配当利回りは依然として安定しており、魅力的な水準にあります。それにもかかわらず、特に米国など一部の不動産市場では、価格が非常に力強く上昇しています。これにより、こうした市場は短期金利の上昇に脆弱になります。

しかし他の市場では、バリュエーションがはるかに適正であり、より大きなアップサイドの可能性があります。この点でユーロ圏の不動産株が特に魅力的だと私達は見えています。地域の不動産市場は引き続き賃料と資本の両方の成長をもたらすと見込まれているため、私達はこの市場を選好します。株式市場と債券市場の両方よりも高い利回りと、インデックス連動リースによるインフレ転嫁力は、引き続き株価の上昇を支えるでしょう。

2018年に予想外の上昇をもたらした別の市場は、英国の上場不動産株です。英国の不動産株のボラティリティは高いと思われますが、ブレグジット関連の景気後退とイングランド銀行の金利上昇の見通しはすでに織り込み済と思われる一方、企業のファンダメンタルズと行動は良好です。

世界の不動産の利回りは引き続き堅調



出所：Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC
最終更新日：2017年9月

注：過去のパフォーマンス指標と金融市場のシナリオは、現在または将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。

スポットライト: 通貨のインパクト

相関特性に敏感に対応する為替リスクを積極的に管理することは、ポートフォリオへの影響をコントロールする上で重要です。

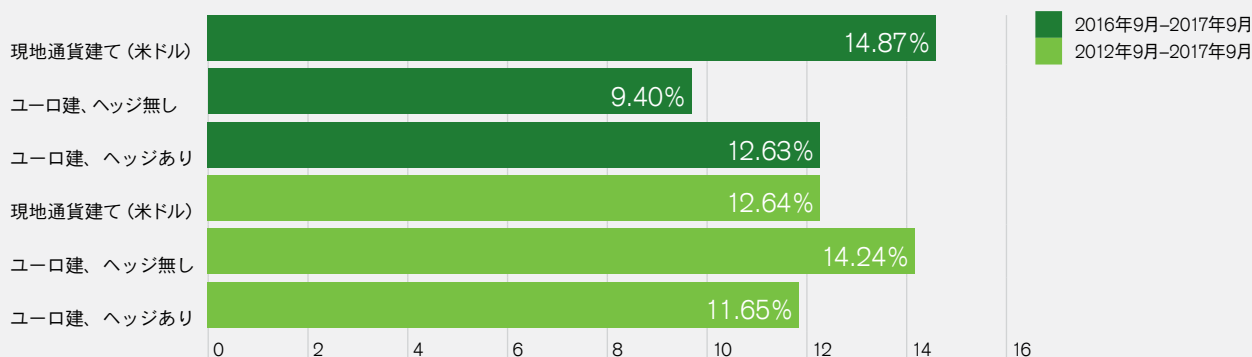
FXの動きは投資のリターンを劇的に変える可能性があります。過去1年間で、S&P500のリターンは現地通貨建てでは約15%でした。しかし、これをヘッジ無しのユーロ建てで換算すると、2017年の米ドル安のため、10%未満に縮小してしまいます。この通貨リスクをヘッジすることは、リターンを12%以上にまで回復させるのに役立つ可能性があります。金利差によるヘッジコストの大きさから、損失を完全になくすことはできなかったでしょう。為替ヘッジについて決定する際は、金利差によるコスト以外にも考慮すべき点があります。選択された外国資産と為替レート間の相関によっては、為替リスクがポートフォリオ全体のリスクを増加させる場合も、逆に減少させる場合もあります。従って、単純に為替ヘッジを行うことが、必ずしも答えになるとは限りません。通貨リスクの積極的管理と相関特性への感度は、ポートフォリオの影響

を管理する上で重要で、パッシブ戦略との比較で付加価値を提供する可能性があります。

2018年には、投資家はこれらの為替ヘッジの要因に注意を払う必要があります。米国短期金利の上昇から、米ドル以外の通貨をベースとするほとんどの投資家にとって、米ドルのヘッジコストは相対的に上昇したままとなります。しかし、米ドル(対ユーロ)の価値と米国株式市場の間の相関も世界金融危機後の極端な逆相関の状態から大幅に高まっており、少なくともユーロベースの投資家にとっては、ヘッジ比率が相対的に高いという議論には注意が必要です。ひとたび欧州中央銀行がユーロ圏の金利引き上げを開始すれば、米ドルのエクスポージャーのヘッジ率を上昇させる動きが急速に拡大するでしょう。

S&P 500の年間平均リターン

S&P 500: 2017年および過去5年間の米ドル建・ユーロ建の各リターン



出所: Bloomberg

最終更新日: 2017年9月30日

注: 過去のパフォーマンス指標と金融市場のシナリオは、現在または将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。

第2弾のユーロ上昇？

米国のインフレが予想よりも弱かったことに対応してFRBの金融引き締めが遅れたため、米ドルは2017年に下落しました。FRBは2018年にさらなる金融引き締めを行う見込みであることから、ドルは当初は安定化するでしょうが、欧州における利回り調整の可能性が高まっていることから、ユーロは最終的には2018年の後半にのみ上昇するでしょう。

スイスフランは、ほとんどの指標で割高となっていることから、更なるユーロ高の影響を受け易くなっています。しかし、スイスの堅調なファンダメンタルズがあることで、特にイタリアの2018年初頭の選挙までは、通貨安は抑えられるでしょう。EUと英国の交渉が軌道に乗って「ソフト・ブレグジット」となれば、英ポンドの上昇は続くでしょう。

他の中央銀行が緩和の縮小と引き締めを行うなか、日銀は緩和策を維持しているため、円は相対的に弱含むと思われます。とはいうものの、円の潜在的なセーフヘイブンとしての役割と比較的安いバリュエーションによって円安は留保されるかもしれません。

2018年の金属相場見通しは良好、しかし金にはリスク

2018年は、堅調な経済成長がコモディティの需要と価格を引き続き支えるでしょう。工業金属の2017年の価格上昇は、すでにかかなりの投資家の楽観論を引き寄せていますが、平均価格は2018年にさらに上昇するでしょう。一方、中央銀行の緩やかな引き締めにより、金価格は抑えられるでしょうが、一方で実質金利の上昇は引き続きリスクとなります。原油は40-60米ドルを中心とする範囲で取引されており、在庫水準が価格の動向を決定するでしょう。

投資家のための重要ポイント

- 成長が堅調で債券利回りが徐々に上昇するにつれて、2018年に株式は債券をアウトパフォームするでしょう。株式のなかでは、ヘルスケア、テレコム、資本財および金融の各セクターを最も選好します。
- 企業のリバレッジは、信用スプレッドの拡大につながる可能性が高いです。クレジットの中ではBBB格を最も選好します。
- 新興国株式と一部の現地通貨建債券市場は、先進国株式と比較して良好な利益成長とバリュエーションの割安感に引き続き支えられるでしょう。
- ユーロ圏では、比較的高い利回りと景気循環への感応度のある不動産株を選好します。
- FRBの金融政策と財政の引き締めにより、米国金利は少しずつ上昇する可能性があります。ユーロ圏の金利はより大きく上昇し、2018年のユーロを下支えするでしょう。
- コモディティは上昇すると予想しています。工業金属は堅調な成長を反映する可能性が高いですが、金は金利上昇に対して脆弱です。原油価格はレンジ相場にとどまる可能性が高いです。

リスクに 注意

クレディ・スイスの2018年の世界に関する基本ケースの見方は、成長が広範囲に加速するとの予想から楽観的です。しかし残念ながら、2018年はリスクのない世界にはならないでしょう。

そのリスクの多くが発生の確率の低いものですが、起こった場合には、世界経済および金融資産に多大な影響を及ぼす可能性があります。そのような「テール・リスク」によって、投資家は、分散されたポートフォリオの構築が不測の事態に対する最善の保護策であり、長期投資の成功への第一歩であることに気がきます。ここでは、2018年に投資家が検討すべき主要なリスクを各ボックスで示しています。

政治リスク

米国での政治的緊張

米国で税制改革が失敗に終わり、米国内の政治的緊張がより深刻になる場合、世界の株式と米ドルにとって大きなマイナスとなる可能性があります。

経済的リスク

中国での信用バブルの崩壊

中国の企業債務水準の上昇や流動性ショックが、株式や信用に深刻な悪影響を及ぼし、成長の減速につながる可能性があり、また逆が起きる可能性もあります。

地政学的リスク

米国/北朝鮮の紛争の深刻化

北朝鮮に関する緊張や武力衝突の深刻な悪化は、リスク資産にとって非常に大きなマイナス要因となるでしょう。

セキュリティおよびサイバーセキュリティ・リスク

大規模なテロ攻撃

大都市における9.11に匹敵するテロ攻撃は、成長や市場に対して大きな影響を及ぼすでしょう。

テクノロジーセクターの規制

規制によって、テクノロジー企業のビジネスモデルが脅かされる可能性があります（例えばUberの免許の取り消しなど）。

ビジネスモデルの崩壊

オンラインショッピングが従来の小売業者を圧迫し、また自動車セクターでも電気自動車が企業の収益性に影響を与えているように、このリスクは特に小売業において現実のものとなっています。

その他のリスク

欧州の再度の不安定化

イタリアの選挙でのEU/欧州懐疑派の躍進、スペイン（カタルーニャ州）における緊張状態の再来、またはEUと英国間の交渉の決裂（「ハードブレグジット」）は、欧州のリスク資産に損害を与えるでしょう。

世界貿易における政策ミス

米国と中国の間の貿易戦争、または代替案なしのNAFTA撤廃は、特に新興国市場における成長とリスク資産に深刻な影響を与えるでしょう。

不況または過熱

中国や米国での予想外の景気減速は、リスク資産の急激な下落につながります。米国経済の過熱と金利の急上昇も悪影響を及ぼすでしょう。

レバレッジリスク

ハイイールド債の急落

FRBによる金利ショックやデフォルトの増加は、ハイイールド債とレバレッジド・ローンの急激な売りにつながる可能性があり、主要な市場リスクとなっています。

中東での武力衝突

クルド人自治区、イラク、トルコ、イランなど、中東諸国の状況のさらなる深刻化は、新興市場やコモディティにとって打撃となる可能性があります。

世界的な破壊を伴うサイバー攻撃

情報サービスを世界的に破壊するようなサイバー攻撃は、金融市場に対し広範囲にわたる影響を及ぼすでしょう。

規制リスク

パンデミックリスク

このリスクは、現時点では世界市場において認識されていませんが、大きなパンデミックによって個々の企業（例えば航空会社）が混乱させられ、あるいは経済成長が全般的に破壊される可能性があります。

麻薬（オピオイド）のまん延

トランプ政権が議題として挙げているものの、医療用麻薬のまん延がさらに深刻化すれば、米国の成長性に影響を与える可能性があります。

経済的リスクに関しては、特に中国と米国の動向を注視しています。これら2ヶ国が世界的な経済大国であるため、経済の不均衡が悪化した場合、または著しく不適切な政治対応があった場合には厳しい結末がもたらされるでしょう。これらのリスクが顕在化すれば、信用リスクを伴う債券や株式などのリスク資産は損失を被り、主要国の国債、金、スイスフランなどの安全資産は急上昇するでしょう。一方で、地政学的リスクが集中するのは引き続き中東および朝鮮半島になるでしょう。

地域的には、欧州が引き続きある程度の分裂のリスクに苦しめられており、これは市場にも影響を及ぼす可能性があります。ブレグジットが失敗した場合、英ポンドは脆弱になります。イタリアでは、欧州懐疑派が政権を握った場合、イタリアのソブリンと銀行株と債券は損失を被り、また広範囲に影響を及ぼす可能性を排除することはできません。重要なリスクに関係しているセクターには、小売業、自動車産業、ハイテク産業が含まれます。特にハイテク部門は巨額の現金を積み増しており、同部門が収益を生み出す国で財政的にほとんど貢献していないため、規制に対して脆弱です。しかし、規制に関しては世界金融危機後の銀行規制の時ほど当局が厳格にはならないことが予想されます。

ポートフォリオ構築 によって付加価値 をもたらす

金融市場が好調だった2017年に続き、また金融政策の正常化が徐々に進められるなか、2018年は、ポートフォリオの基本構造の見直しがかつてない程重要になる年だと多くの投資家が感じています。

投資の本来の目的を達成し、リスク許容度の制約を満たすために、慎重に設計された戦略的アセット・アロケーション (SAA) を中心にポートフォリオを構築する必要があります。計画性のないポートフォリオ構築の結果、実際のリスク許容度に比べてリスクが大きくなりすぎたり、リターンが目標に届かなかつたりすることはよくあります。今回、体系的なSAAを出発点とすることで、リターンを安定化させ、過去のリスクを抑制することができました。例えば、ユーロでは、バランスのとれた (中程度の) リスクプロファイルの年間収益率は3.11%から10.26%の間で推移してきました。

クレディ・スイス・キャピタル・マーケット・アサンプションを将来の指針に

SAAは、収益、ボラティリティ、様々な資産間の相関に関する長期予想に基づいて構築されています。これらの予想を確立するために、当社は毎年、詳細な分析を行い、キャピタル・マーケット・アサンプション (CMA) を更新しています。CMAは約90の資産をカバーしており、非常に幅広い一連の投資機会にわたってSAAを最適化する方法を慎重に評価することが可能です。2018年以降のCMAの重要な観点は、投資家はほとんどすべての資産において過去よりも低いリターンを予想すべきだということです。これは、単純に指数を複製するETF (上場投資信託) などのパッシブ運用の結果が過去よりも低くなる可能性があることを示しています。しかし、アクティブ運用のソリューションは、収益改善のための重要な手段を提供することができます。

SAAの重要な側面

それでも私達は、すべての資産の中で、株式が最善の結果を出すと考えています。私達の見解では、これによって、マルチアセット運用のポートフォリオにおいて株式の配分を比較的高くすることが正当化されます。たとえ、単年では国内株式市場に対してパフォーマンスが低くなる可能性があるとしても、分散投資の恩恵を受けるために、株式投資はグローバル株式に投資すべきです。グローバル株式投資によって、時間の経過とともに収益はより安定化していきます。

国債は依然として分散化の有用な源泉ですが、リターンは非常に低くなっています。私達の見解では、分散投資のポートフォリオから国債を完全に外すべきではないものの、国債のウェイトは小さくすべきです。その代わりに、私達は引き続き、社債、新興国債券（EM）、ハイイールド債、そして特定債券では転換社債と、多岐にわたる幅広い債券を選好します。しかし、これまでに比べて、ハイイールド債の比率は小さくし、また、新興国債の比率は大きくすべきです。特に、ハードカレンシー建て新興国債に加えて、現地通貨建て新興国債を組み入れるべきです。

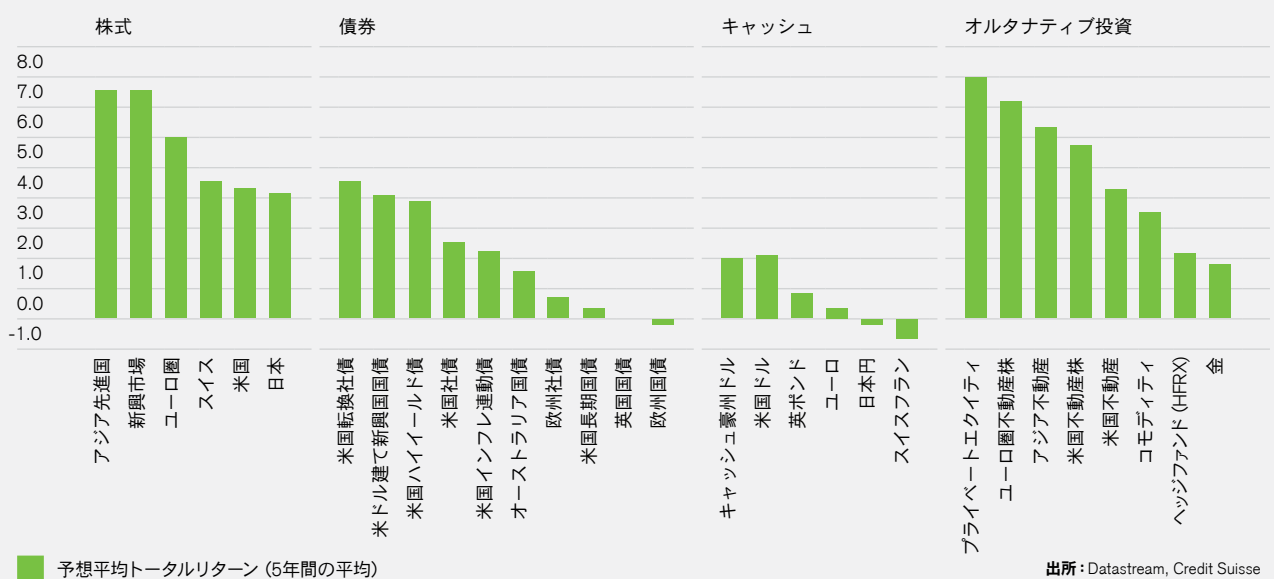
オルタナティブ投資はさらなる分散化の源泉で、私達の見解では、引き続きヘッジファンド、コモディティおよび不動産を組み入れるべきです。ヘッジファンドは、以前はオルタナティブ投資のアセット・アロケーションにおいて主要な部分を占めており、バランスとしては今後も主力でありつづけると見られる一方で、不動産は一貫して魅力的な利回りを提供しています。オルタナティブ投資の3つの主要分野の中で、不動産は、SAAIにおいて、コモディティやヘッジファンドを減らしてでもそのウェイトを若干高めるだけの価値があります。非流動性のリスクに耐えられる投資家にとって、プライベートエクイティなどの未上場資産は、引き続き、追加分として有用です。

体系的な戦略的アセット・アロケーションによって、リスクを抑制しながら投資目標を達成させる可能性を最大化することができます。

為替リスクヘッジのタイミング

ポートフォリオにおいて、為替リスクについて完全な分析を行う必要があります。一般的に、債券とヘッジファンドと不動産の場合、為替リスクはグローバル・リスクを増大させるだけであるため、為替ヘッジを行うべきだと私達は考えています。株式については、株式と為替の動きの間にはしばしば相関関係が存在するため、状況はあまり明確ではありません。したがって、体系的なヘッジによって、実際にポートフォリオのリスクが増大する場合があります。さらに、為替リスクのヘッジには費用がかかります。それゆえ、為替ヘッジのメリットについては、ヘッジコストとの関連で見る必要があります。この文脈では、株式投資において自国の資産に偏った投資つまりホームバイアスをかけることが、コスト効率の良い解決法になることがあります。

5年間の予想平均トータルリターン (1年あたり、%)



出所: Datastream, Credit Suisse
最終更新日: 2017年9月

2018年 の投資テーマ

毎年、私たちは今後1年間のトップテーマについて取り上げます。これらの年次投資テーマは、年間を通して「ハウスビュー」に沿って更新されます。投資は、個別銘柄および投資商品に落とし込まれます。

テーマ1: 新興国市場の勝ち組

2017年の新興国市場の資産はきわめて好調に推移しました。サポート的な経済環境の下、2018年も再び新興国市場は好調になると私達は予想しています。ただし他の資産に関しては、一般的なベンチマークにはアップサイドの見通しがさほどないことから、アクティブ運用の商品およびリスク・リターン効率の高い資産にフォーカスした投資が、投資機会への最善のアプローチとなりそうです。

- 新興国株式: 新興国市場の小型株へのエクスポージャーを愛好します。2017年の新興国株式の上昇の主な推進要因が大型株だったことから、ファンダメンタルズが堅調に推移している小型株が追いつくことが予想されます。さらに、新興国市場の成長の改善の主な原因が堅調な国内需要であることから、新興国株式の消費財へのエクスポージャーを愛好します。例えば、これは、スーパートレンドの「憤る社会」(“Angry Societies”)の一環として私達が選択した銘柄によって達成することができます。
- 新興国キャリア: 力強い改善を確認した2017年に続く2018年は、新興国市場の国際収支がさらに改善するとは私達は見ていませんが、その結果、ハードカレンシー建てのソブリン債のリターンの見通しは弱くなりそうです。ファンダメンタルズが徐々に悪化すると予想されるため、新興国市場の社債は比較的割高な選択肢となっています。地方債は興味深い利回りを提供しますが、特に目立つ国々におけるインフレ率の水準の変化の可能性が、デフレーションに反映されていないかもしれません。しかし、主要先進国でのさらなる金利上昇を吸収するのに十分なほど新興国市場の実質金利が魅力的であることから、私達は新興国通貨について前向きな見方をしております。非常に満期が短い債券ではまだ高キャリアであることもあり、短期金融商品を私達は愛好します。すでに国内リスクが反映されており、バリュエーションが魅力的なことから、トルコリラ、メキシコペソ、南アフリカランド、そしてマレーシアリングットを愛好します。

“ 欧州における持続的な景気回復は、 周縁国通貨およびユーロ圏不動産 にプラスとなります。

テーマ2: ユーロ圏の復活

フランス大統領選を経て、2017年はユーロ圏復活の第1の波を確認しました。第2の波は、特定の欧州諸国の資産と通貨に恩恵をもたらすと私達は考えています。

- ユーロ圏の不動産: 欧州の持続的成長の恩恵を受けるユーロ圏の不動産は、強固なファンダメンタルズと、ユーロ圏の債券市場よりもずっと利回りが高く魅力のあるスプレッドに支えられています。私達は、ファンダメンタルズと上場企業のポートフォリオの質が支えとなることから、原資産および不動産投資信託を選好します。継続的な賃料と不動産価格の上昇により、企業収益およびポートフォリオの純資産価値が予想外に上昇する可能性があります。利回りの高さ、インフレを乗り越える能力、そしてユーロ高の影響に対してある程度保護されることも、株価を下支えします。
- 周縁国通貨 (スウェーデンクローナ、ポーランドズロチ): 私達は、金融政策の引き締めがまもなく開始される可能性があり、かつバリュエーションが依然として魅力的である国の通貨にも注目しています。スウェーデンの小規模かつ解放的な経済がユーロ圏との密接なつながりから恩恵を受けるため、過小評価されているスウェーデンクローナを選好します。ポーランドズロチも、ポーランドと欧州経済との貿易関係が強化され、金融政策が徐々に引き締められることから、上昇する可能性があります。
- ユーロ圏内にエクスポージャーのある株式: ユーロ圏諸国にエクスポージャーのある企業を引き続き選好します。ユーロ圏で続く回復から、それらの株式にはさらなるアップサイドがあると私達は考えます。

テーマ3: 企業投資

2018年について私達が最も強く確信している点の1つは、企業投資がようやく回復するということです。企業は多くの現金を抱えていますが、見通しの不透明さから、これまでは現金があってもためこむか株主への配当とすることを優先したために、設備投資を大幅に抑制してきました。今や、多くの企業が情報セキュリティや新しい生産プロセスなどの分野への投資を余儀なくされています。また、破壊によって脅かされている企業は、生き残るために買収や合併を行う必要があります。米国企業の利益の本国還流への減税の可能性が、企業にとって設備投資を2018年内に実施するインセンティブになる可能性があります。

- 合併・買収 (M&A) 関連株: M&A活動の増加に関して有利なポジションを推奨します。サイクルのこの段階において企業が買収によって成長の見通しを改善させようとすることから、M&Aは増加する傾向にあります。この傾向はヘルスケアまたは通信などのセクターで明白になると予想します。
- 設備投資から恩恵を受ける企業: また、資本支出 (設備投資) の増加の恩恵を最も受ける可能性の高いサブセクターおよび企業にも私達は注目しています。設備投資から恩恵を受ける企業は、インフラ関連のセクターまたはB2B (企業間取引) の分野に見いだすことができます。したがって、私達はメディアおよびソフトウェアを選好します。前者は、広告費支出の増加に支えられ、後者は全セクターの企業の投資の増加から恩恵を受けるでしょう。インフラ面では、資本財セクターが最も恩恵を受ける位置にあります。
- 設備投資の増加にエクスポージャーを持つプライベートエクイティファンド: プライベートエクイティは、インフラの投資テーマにエクスポージャーを持つための1つの方法です。インフラおよび投資に重点を置くいくつかのファンドが、この環境に適しています。

テーマ 4: スーパートレンド

メガトレンドは、重大かつ長期的な社会的傾向に基づく、クレディ・スイスの5つの高コンピクシオンの株式テーマです（「スーパートレンド・スポットライト」参照）。クレディ・スイスのスーパートレンドは本来長期的なものです。私達は、2018年内に関連株式に恩恵をもたらす可能性のある数多くの刺激が存在すると見ています。

- 秋に米国を直撃したハリケーンによる壊滅的な影響と復興に向けた努力は、クレディ・スイスのスーパートレンドの1つである「インフラ」に対する刺激となっています。
- 地政学的な緊張と頻発する企業の情報セキュリティ問題は、セキュリティ・防衛のテーマのサポートとなっています。これは、クレディ・スイスのスーパートレンドの1つである「憤る社会」の一部を形成しています。
- バーチャルリアリティやデータ廃棄管理などの項目を含め、テクノロジーは、常に進化し続けるテーマです。
- クレディ・スイス2つの人口動態のテーマであるシルバー・エコノミーとミレニアル世代の価値観は、多くのセクターと企業にとって人口動態面の2大推進要因である人口高齢化と、消費者および投資家としてのミレニアル世代の「成熟化」を捉えています。

テーマ5: 色とりどりの債券戦略

このテーマのやや独特な名前は、2018年の債券投資で成功するために必要な「色」の種類（固定または変動、期間、信用リスクなど）を反映しています。米国では、連邦準備制度理事会の利上げサイクルが多少先行している一方で、他の各国中央銀行は金融政策の正常化を開始しており、企業がバランスシートをリレバレッジするにつれて、2018年には信用のファンダメンタルズが悪化する可能性があります。これは、債券投資家にアクティブかつ目標を絞った戦略が必要となる環境を作り出します。

- 米ドル建て：米ドル金利の見通しの良さを考えると、長期金利が依然として変化しないと見られることから、米ドル建てではデュレーションを愛好します。したがって、米ドル建ての債券ポートフォリオでは、長年にわたるBBB格債、短期BB格債および一部のフォーリンエンジェル銘柄の組み合わせが、我々の見解では最善です。インフレの加速を懸念する投資家が、米国の投資適格の変動利付債を追加する可能性もあります。
- ユーロ建て：非金融銘柄のバリュエーションは過剰にタイトで、ECBが金融政策を正常化する環境下のプロテクションとしては不十分です。私達が注目するのは、特に銀行および保険会社の劣後債などの金融機関が発行する債券で、これらはユーロ圏の成長が持続し、銀行のファンダメンタルズが改善する環境下で引き続き恩恵を受けるでしょう。スペインとイタリアにおける政治リスクを懸念する投資家が欧州のその他の国の銀行債に重点を置こうとする可能性もあります。

スポットライト: スーパートレンドー 長期投資

スーパートレンドは、株式投資家のためのクレディ・スイスの5つの高コンピクシヨンの株式テーマです。クレディ・スイスのスーパートレンドは、長期にわたり経済政策を世界的に形成し、新たな消費者と生産のニーズを定義する、重大な社会的傾向に基づいています。これら5つのスーパートレンドの全てが、2017年5月の開始時以来非常に好調なパフォーマンスを示しており、お客様のポートフォリオに付加価値をご提供してまいりました。

怒れる社会：多極的世界

中間層の繁栄を回復または強化するための政府の取り組みを基礎とするテーマです。下記の項目に注目します。

- 国内の勝者とブランド
- 安全保障および国防
- 新興国の消費者

インフラギャップを埋める

長年の投資不足の後の官民パートナーシップにおける世界的な優先政策。下記の項目に注目します。

- 運輸
- エネルギーおよび水の供給
- 手頃な住宅

人間の役に立つテクノロジー

規制当局が精査する不可逆なトレンド。下記の項目に注目します。

- デジタル化
- バーチャルリアリティおよび拡張現実
- 人工知能 (AI)
- インダストリー 4.0
- ヘルステック

シルバーエコノミー：人口高齢化に着目した投資

次の10年とそれ以降の主要な人口動態上の傾向。下記の項目に注目します。

- シニア・ライフスタイル
- 老齢疾患
- 不動産/シニア住宅
- 生命保険/資産運用

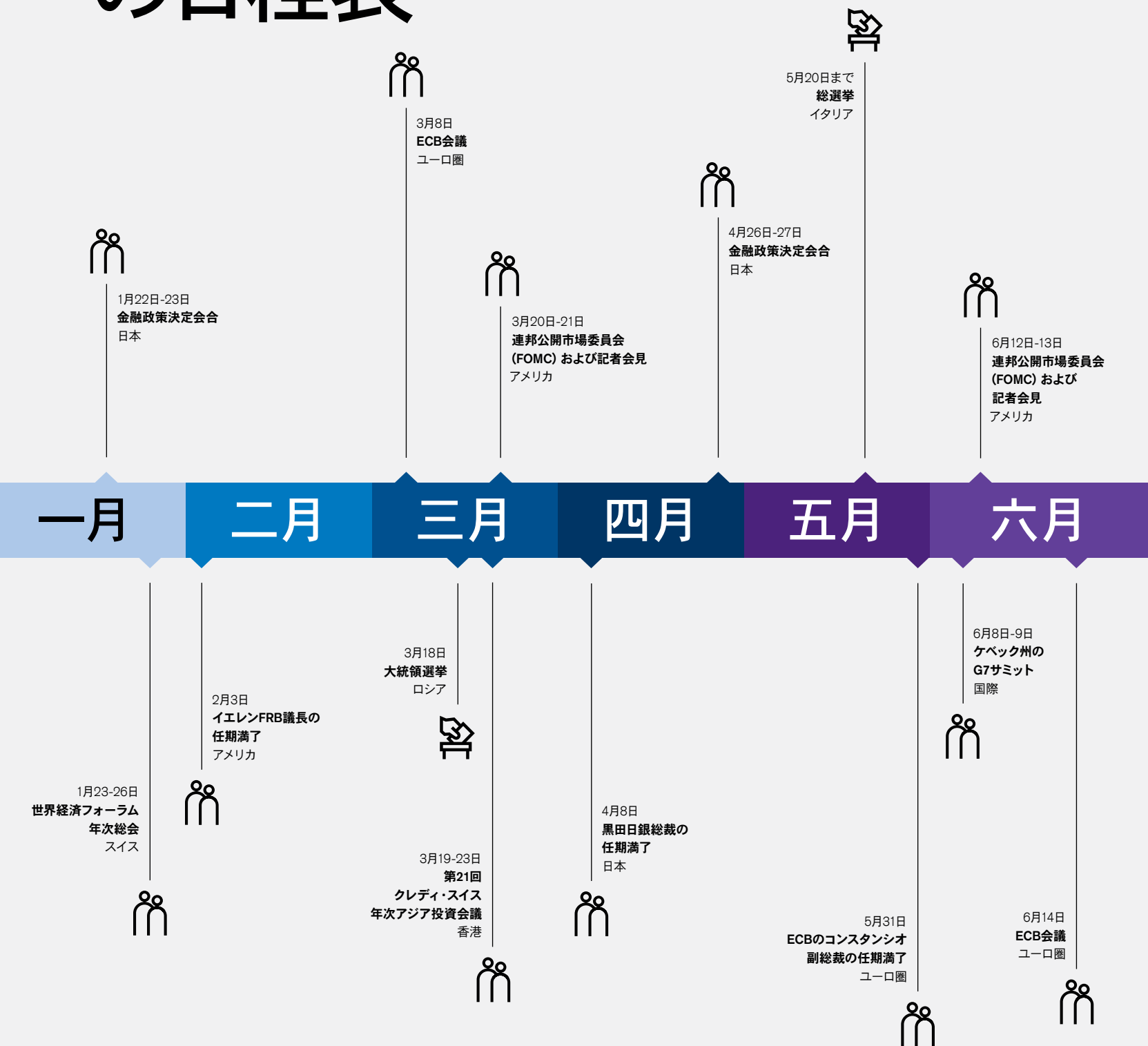
ミレニアル世代の価値観


ミレニアル世代の業界を形成する行動と好みを考察するテーマです。下記の項目に注目します。


- 持続可能なビジネスと投資
- クリーンエネルギー
- デジタルネイティブ
- ソーシャルエンタープライズとインパクト投資
- 楽しさと健康とレジャー
- ミレニアル世代の住宅

クレディ・スイスのスーパートレンドに関する詳しい情報は、www.credit-suisse.com/thematicinvestment をご覧ください。

2018年の日程表



 サミットおよび
会合

 選挙
(大統領選挙および議会選挙)



7月1日
総選挙
メキシコ



7月30日-31日
金融政策決定会合
日本



10月7日-28日
総選挙
ブラジル



9月9日
総選挙
スウェーデン



11月6日
中間選挙
アメリカ



12月18日-19日
連邦公開市場委員会
(FOMC) および
記者会見
アメリカ

七月

八月

九月

十月

十一月

十二月

7月11-12日
NATOサミット
ベルギー



8月下旬
『ジャクソンホール』
経済政策シンポジウム
米国



9月25日-26日
連邦公開市場委員会
(FOMC) および
記者会見
アメリカ



9月13日
ECB会議
ユーロ圏



10月30日-31日
金融政策決定会合
日本



10月12-14日
国際通貨基金・
世界銀行グループ年
次総会
インドネシア



12月13日
ECB会議
ユーロ圏



重要事項 (投資信託をご購入 されるお客様へ)

費用・手数料等に関する留意事項:

投資信託の購入・換金にあたっては各種手数料等(申込手数料、信託財産留保額、買戻し手数料等)がかかります。また、これらの手数料等とは別に信託・管理報酬、その他費用(監査報酬、信託事務諸費用、成功報酬等)がかかります。信託財産を通じてご負担いただきます。お客様にご負担いただく手数料はこれらを足し合わせた金額となりますが、これら手数料等は投資信託毎に、また運用状況等により異なるため、具体的な金額・計算方法を記載することができません。**各投資信託の手数料等の詳細は、契約締結前交付書面(交付目論見書および目論見書補完書面)でご確認ください。**

分配金に関する留意事項:

- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額(一口当たり純資産価格)は下落します。
- 分配金は、計算期間中に発生した収益(経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益)を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額(一口当たり純資産価格)は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。
- 投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部又は全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額(一口当たり純資産価格)の値上がりがかさかった場合も同様です。

詳細は交付目論見書でご確認ください。

主要リスクの説明

(金融商品取引法第37条(広告等に関する規制)に従った説明など)

下記に記載するリスクは、投資信託の一般的リスク(純資産価格に影響を及ぼすリスク)の一部要約であり、全てのリスクを網羅するものではありません。各投資信託のリスクの詳細については、投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

価格変動リスク:

投資信託は主として株式、債券およびデリバティブ商品等を実質的な投資対象とします。組入れ株式、債券およびデリバティブ商品等の価格の下落や政治・経済情勢、発行企業の業績、市場の需給、金利等の影響やその他の要因により騰落する場合があります。その結果、投資信託は損失を被る可能性があります。

為替変動リスク:

外貨建ての株式や債券等に投資を行う投資信託の場合、為替リスクが発生し、各国通貨の為替レートにより、投資信託の基準価額(または純資産価格)が変動します。また、投資信託の基準通貨では投資元本を割り込んでいない場合でも、為替レートの変動により円換算時に損失を被る場合があります。さらに、複数通貨間での為替取引を活用する投資信託の場合、当該通貨間の短期金利差によっては為替取引によるコスト(金利差相当分の費用)が生じ、損失を被る場合があります。

信用リスク:

投資信託を通して直接的または間接的に世界の株式や債券等に投資します。投資対象となる会社の業務・財産状況の変化やその他の要因により、それらの価格は騰落する場合があります。損失を被る可能性があります。

流動性に係るリスク:

急激かつ多量の売買により市場が大きな影響を受けた場合、または市場を取り巻く外部環境に急激な変化があり、市場規模の縮小や市場の混乱が生じた場合等には、機動的に有価証券等を売買できないことがあります。このような場合には、当該有価証券等の価格の下落により、投資信託の基準価額(または純資産価格)が影響を受け損失を被ることがあるほか、純資産価格の算出停止や買戻しの停止を管理会社が決定することもあります。

さらに、ファンドがファンド・オブ・ファンズである場合、投資先ファンドがあらゆる流動性のない投資対象を保有するため別勘定(サイドポケット)を活用すること起因するリスクを被ることがあります。投資先ファンドにより別勘定が活用される場合、その投資資金が当該別勘定から分離されるまで、ファンドまたは受益者が全面的に買戻しを制限されることがあります。したがって、ファンドは、投資先ファンドが期限を定めない投資を行う場合には、当該投資対象が清算されるまで、投資先ファンドの投資実績の影響を受けることがあります。

売却資金の流出に伴うリスク:

短期間に大量の売却申込があった場合には、売却資金を手当てするため組入有価証券を市場実勢より大幅に安い価格で売却せざるを得ないことがあり、不利益を被る可能性があります。また、オルタナティブ(代替投資)ファンドは、伝統的な投資信託に比べ一般的に流動性が制限されます。オルタナティブ・ファンドは、通常月毎または四半期毎にしか買戻し請求を受け付けられないものが多いため、経済環境の急激な変化において早期の買戻しができない場合があります。

償還リスク:

投資信託は一定の理由により強制償還となる場合があります。詳しくは各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

集中リスク:

ある特定の投資商品や似たような投資商品グループに投資する投資信託は、厳しい環境の下では大きく基準価額(または純資産価格)が下がる可能性があります。

カントリー・リスク:

投資対象国・地域において、政治、経済および社会情勢の変化により、金融・証券市場が混乱した場合に、証券価額が大きく変動する可能性があります。また、新興市場への投資は、市場規模や取引量の小さいこと、政治・社会的不確実性、決済システム等市場インフラの未発達、情報開示制度や監督当局による法制度の未整備、為替レートの大きな変動、外国への送金規制等といった特有のリスクがあり、発展した主要な市場への投資に比べ価格変動が大きくなる可能性があります。

本書は、情報提供のみを目的としてクレディ・スイスが作成したものであり、直接配布されたお客様のみによる使用を前提としています。クレディ・スイスは、本書の正確性も完全性も保証しません。本書は、直接・間接を問わず投資の勧誘を意図しておらず、金融商品等の取引の契約締結に至るような提案も申込みも行うものではありません。本書の情報を利用することによりいかなる損失が発生しても責任を負いかねます。法務、税務等の問題については、第三者たる専門家に具体的な助言をを求めることをお勧めします。また、クレディ・スイスの書面による事前の許可がない限り、本書の複製も引用も不可とします。本書中の情報や表明される見解は、クレディ・スイスのプライベート・バンキング部門による作成日現在のものであり、通知なく変更されることがあります。特定の投資対象商品に関して表明される見解は、評価基準の相違等からプライベート・バンキング以外の部門による見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本書は、クレディ・スイス証券株式会社のみが日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本書の国外への配布及び転送は致しません。

株式は、株価の変動等により損失が生じるおそれがあります。また外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。債券は、その価格が市場の金利水準や発行体等の信用状況の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には損失が生じるおそれがあります。また外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。投資信託は、基準価格が株式、債券等の組み入れ投資対象の値動き、為替相場の変動等の影響により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。

特に、仕組商品及び派生商品はより高いリスクを内包しており、商品の内容やそのリスクを十分に理解し保有することが出来るお客様にのみ販売を限定している複雑な商品です。仕組商品の市場価値は、金融市場や参照指標またはそれらの変動率（ボラティリティ）、発行体または参考指標の対象となった発行体の信用力の変化等により変動します。なお、仕組商品の中には償還額（満期金）が参照指標等に連動することにより元本が毀損する商品や、派生商品では潜在的損失が当初投資額を上回る商品もあります。

手数料率はクレディ・スイスとお客様の契約により合意した内容に従います。なお、お客様とクレディ・スイスが相対で行う取引については、売買代金のみの支払いとなりますが、その場合、売買価格は買付価格（ビッド）または売付価格（オファー）として値付けされることにより、価格差（スプレッド）が生じることがあります。その他の費用については、金融商品取引法の規定する方法に従って取引に先立って合意されることになります。

ご購入される金融商品等については、相場や金融指標等の変動により元本が毀損するもの、元本を上回る損失が生じるものもあります。個別の金融商品のリスクや手数料については、ご購入前に契約締結前交付書面等をよくお読みの上、ご不明な点は担当者までお問い合わせ下さい。

商号等：クレディ・スイス証券株式会社、金融商品取引業者、関東財務局長（金商）第66号加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会。

Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社不許複製

17C010A-IS-J

執筆者

ジョー・プレnderガスト

金融市場戦略部長

シルヴィ・ゴレイ・マルコビッチ

債券戦略部長

トビアス・マラス

投資プロセス

ジェラルド・モーザー

株式戦略部長

マイケル・オサリバン

地域CIO IWM

サンドリーヌ・ペレ

欧州ストラテジスト

ビョルン・エバーハルト

グローバル・マクロ分析部長

サラ・カルナッツィ・ウェーバー

スイス・セクター&地域分析部長

クロード・マウラー

スイス・マクロ戦略部長

ダミアン・クンツィ

シニアエコノミスト

ダニエル・ルプリ

シングル・セキュリティ・リサーチ、株式&クレジット部長

ジュリー・ソーシエ-クレメント

シニア・エクイティ・アナリスト

レト・ヘス

シニア・リサーチ・アナリスト

サミュエル・トラウブ

エクイティ・リサーチ

本書執筆にあたり、ご尽力いただいた次の方々に対し、深く感謝申し上げます。(敬称略)。

ヴィオラ・ヴェルナー

IWMマーケティング部長

パトリシア・レーンヘル

UHNW 次世代マーケティング部長

フェルナンド・スコード

アクストン・サリム

フロイマン・アンダーソン

ピエール-エドゥアール・ワール

この出版物について

編集長

ナネット・ヘシュラー・フェデルブ

編集主幹

オリバー・アドラー

編集支援

クリスタ・ジェニー

クリスティン・ムメンタラー

フルリナ・クレフェンブル

フランシス・ピオトロスキ

プロダクション・マネジメント

セバスチャン・ズーナー

カミーラ・ダム・ルージンガー

編集締め切り

2017年11月8日

デザイン

LINE Communications AG

詳細は下記ウェブサイトをご覧ください

credit-suisse.com/investmentoutlook

写真出所:

namari/EyeEm (cover, p. 2); Credit Suisse (p. 4);

LINE Communications AG Ruedi Schorno (p. 9);

MAGNIFIER/Adobe Stock (p. 6, 7, 14);

about.passion/EyeEm (p. 6, 7, 38, 39)

クレディ・スイス証券株式会社

東京都港区六本木1丁目6番1号
泉ガーデンタワー24階

クレディ・スイス証券株式会社

名古屋営業所

愛知県名古屋市中村区名駅南1丁目24番20号
名古屋三井ビルディング新館9階

クレディ・スイス証券株式会社

大阪営業所

大阪府大阪市北区梅田2丁目2番2号
ヒルトンプラザウエスト オフィスタワー16階

